

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.

Relazione illustrativa

Tramite il decreto cui la presente relazione afferisce si attua la delega contenuta all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. legge capitali, di seguito «legge n. 21/2024») per la revisione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 recante «Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52» (TUF o Testo Unico) e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti.

In base al comma 2 dell'articolo 19 della legge n. 21 del 2024, nell'esercizio della delega il Governo è tenuto ad attenersi ai seguenti principi e criteri direttivi, come integrati dalla legge 11 marzo 2025, n. 28, recante «Modifiche alla legge 5 marzo 2024, n. 21, per l'aggiornamento della delega ivi prevista e per il conferimento della delega al Governo per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie recati dal testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, nonché ulteriori disposizioni in materia finanziaria»:

a) sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali;

a-bis) implementare le misure volte ad assicurare l'effettivo conseguimento della trasparenza del mercato;

b) aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi la partecipazione assembleare, la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, anche con riferimento alle soglie di partecipazione, in linea con gli standard internazionali, e la possibilità di prevedere sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, riducendo gli obblighi e gli oneri previsti a legislazione vigente;

c) facilitare il finanziamento dell'impresa in tutte le sue fasi di crescita, ivi incluso il passaggio dalla quotazione nei mercati non regolamentati a quella nei mercati regolamentati;

d) rivedere le regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione, anche ampliando il novero delle forme societarie ammissibili ai fini del servizio di gestione collettiva del risparmio, garantendo la correttezza e l'adempimento degli obblighi informativi a tutela degli investitori;

e) semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina;

f) prevedere il riordino, il coordinamento e l'aggiornamento della disciplina in materia di servizi e attività di investimento, ivi inclusi gli obblighi informativi e la disciplina dei contratti, e in materia di appello al pubblico risparmio, con



particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio;

g) contemperare il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli;

h) assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo e individuando altresì adeguate forme di coordinamento e di scambio di informazioni per un più efficace contrasto delle irregolarità rilevate;

i) aggiornare e revisionare anche sotto il profilo della tutela giurisdizionale il regime di responsabilità di cui all'articolo 24, comma 6-bis, della legge 28 dicembre 2005, n. 262, tenuto conto della disciplina applicabile al sistema di vigilanza italiano nonché delle raccomandazioni e degli standard internazionali, prevedendo anche disposizioni in materia di prescrizione dell'azione risarcitoria;

i-bis) coordinare le disposizioni legislative correlate alle modifiche apportate al testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, al fine di assicurare in ogni caso il rispetto della disciplina antiriciclaggio;

l) procedere a una complessiva razionalizzazione e al coordinamento del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, e del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, nonché delle altre disposizioni applicabili nei medesimi ambiti, per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative e per eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo altresì a correggere eventuali disfunzioni riscontrate;

l-bis) razionalizzare la disciplina sulla tutela della concorrenza e sulle partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari, prevista dall'articolo 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, al fine della riduzione e del contenimento degli oneri conseguenti in capo agli operatori, anche valutandone la soppressione;

l-ter) apportare le opportune modifiche e integrazioni alla normativa vigente in materia di crisi degli intermediari disciplinati dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e dal testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, al fine di assicurare maggiore efficacia ed efficienza alla gestione delle crisi, tenuto conto delle esigenze di proporzionalità della disciplina e di celerità delle relative procedure.

La presente relazione è articolata in sezioni corrispondenti agli articoli che compongono il decreto.

L'articolo 1 modifica la parte I (Disposizioni comuni) del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ossia la parte definitoria per tenere conto, principalmente, dell'introduzione dei nuovi modelli di gestore di FIA (Fondo di investimento alternativo) sotto soglia registrato e di società di partenariato.

L'articolo 2 modifica i titoli I (Disposizioni generali e poteri di vigilanza) e II (Servizi e attività di investimento) della parte II (Disciplina degli intermediari) del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e ha l'obiettivo di contenere gli oneri di vigilanza e di perseguire l'efficienza e la trasparenza dei rapporti tra

Autorità e partecipanti al mercato, nonché l'inclusione entro la categoria della clientela professionale degli enti previdenziali privatizzati.

L'articolo 3 reca le modifiche al titolo III (Gestione collettiva del risparmio) della parte II (Disciplina degli intermediari) del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, innovando la disciplina della gestione collettiva del risparmio con particolare riferimento alle attività di *private equity* e *venture capital*, riconosciuti come settori in grado di garantire lo sviluppo e poi la crescita delle aziende, favorendo processi fondamentali di innovazione e contribuendo all'aumento dell'occupazione.

L'articolo 4 modifica la parte III (Disciplina dei mercati) del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, introducendo misure di semplificazione in materia di disciplina dei mercati.

L'articolo 5 reca modifiche al titolo II (Appello al pubblico risparmio) della parte IV (Disciplina degli emittenti) del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, in materia di appello al pubblico risparmio con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio, prevedendo, tra l'altro, la definizione di una soglia unica ai fini dell'applicazione dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto totalitaria.

L'articolo 6 reca le modifiche al titolo III (Emittenti) della parte IV (Disciplina degli emittenti) del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, in materia di emittenti, in particolare innovando la disciplina dell'assemblea al fine di favorire la funzionalità e l'efficienza delle relative modalità di svolgimento. Si apportano, altresì, talune modifiche in relazione alla *governance* degli emittenti.

Si traccia una distinzione, metodologica e sostanziale, tra società che si apprestano alla quotazione e società che, al momento dell'entrata in vigore del decreto legislativo in esame, risultino già quotate. Riguardo alle prime la riforma si articola nella previsione di nuove regole liberamente accessibili, finalizzate alla riduzione dei costi e ad una valorizzazione dell'autonomia statutaria. Riguardo alle seconde, se PMI, si prevede all'articolo 16 del decreto in esame la possibilità di decidere di avvalersi della nuova disciplina, entro un limite temporale specifico (cfr. infra).

L'articolo 7 reca le modifiche alla parte V del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58 al fine di adeguare la disciplina delle sanzioni amministrative in tema di disciplina degli intermediari, alla luce dell'introduzione delle nuove categorie di società di partenariato e del nuovo regime dei gestori sotto soglia.

L'articolo 8 reca modifiche all'articolo 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 211, convertito con modificazioni dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214 al fine di razionalizzare la disciplina sulla tutela della concorrenza e sulle partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari e di ridurre gli oneri conseguenti in capo agli operatori.

L'articolo 9 interviene sul codice civile, prevedendo, tra l'altro, una disciplina autonoma ed esaustiva dei tre sistemi alternativi di amministrazione e



controllo, anche al fine di accordare una maggiore discrezionalità sostanziale nella scelta del sistema di *governance* da adottare. Ciò, con il fine ultimo di rafforzare l'attrattività delle società italiane, rendendo i sistemi più facilmente riconoscibili anche da parte degli investitori esteri.

L'articolo 10 reca le modificazioni e le integrazioni atte ad adeguare la disciplina vigente alle disposizioni modificate negli articoli precedenti.

L'articolo 11 disciplina l'entrata in vigore delle disposizioni del decreto.

L'articolo 12 prevede una disciplina transitoria applicabile a tutti i gestori italiani volta a garantire un ordinato passaggio al nuovo regime dei gestori autorizzati e dei gestori sotto soglia registrati.

L'articolo 13 detta una specifica disciplina transitoria per i gestori di EuVECA (Fondi Europei per il Venture Capital) e EuSEF (Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale), in parte facendo richiamo alla disciplina transitoria di cui all'articolo 12.

L'articolo 14 stabilisce, per le Sicaf e Sicav in gestione interna autorizzate, un termine di 12 mesi dalla pubblicazione della normativa secondaria di attuazione per l'adeguamento alle modifiche apportate alla relativa disciplina.

L'articolo 15 contiene una disciplina transitoria specificatamente prevista per le crisi dei gestori e degli Oicr ispirate al principio *tempus regit actum*. Tale disciplina transitoria risulta necessaria in considerazione della portata innovativa di alcune disposizioni della novella in materia di crisi dei gestori e degli Oicr, con aperture all'utilizzo di alcuni degli strumenti previsti dal Codice della Crisi delle Imprese.

L'articolo 16 in uno con la nuova definizione introdotta nell'articolo 154.1 del TUF – delimita l'ambito applicativo soggettivo del regime dettato per gli emittenti di nuova quotazione, prevedendo che l'applicazione della relativa disciplina sia destinata agli emittenti che modifichino lo statuto in base a quanto previsto dal suddetto regime e le cui azioni siano ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato italiano a decorrere dall'entrata in vigore del decreto di attuazione della delega. Si prevede, tuttavia, la possibilità, anche per le PMI emittenti azioni quotate che non abbiano superato il limite di capitalizzazione di mercato pari a 1 miliardo di euro nei tre esercizi precedenti quello di entrata in vigore del decreto, di decidere di avvalersi del nuovo regime normativo, entro due anni dall'entrata in vigore del decreto, modificando conformemente il proprio statuto sociale, a condizione che non superino il suddetto limite di capitalizzazione neppure al momento dell'*opt-in*.

L'articolo 17 reca la clausola di invarianza finanziaria.

Articoli 1 e 2 Decreto – premessa.



L'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. legge capitali) delega il Governo a adottare uno o più decreti legislativi per la revisione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF o Testo Unico) e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti. Nell'esercizio della delega, il Governo è tenuto ad attenersi, tra gli altri, ai seguenti i principi e criteri direttivi generali (*cfr.* comma secondo): «l) procedere a una complessiva razionalizzazione e al coordinamento del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, e del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, nonché delle altre disposizioni applicabili nei medesimi ambiti, per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative e per eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo altresì a correggere eventuali disfunzioni riscontrate;

g) contemperare il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli;».

Con legge 11 marzo 2025, n. 28 sono state apportate modifiche alla legge 5 marzo 2024, n. 21, per l'aggiornamento della delega ivi prevista e per il conferimento della delega al Governo per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie recati dal testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, nonché ulteriori disposizioni in materia finanziaria ed è dunque stato inserito il seguente ulteriore criterio direttivo generale:

«i-bis) coordinare le disposizioni legislative correlate alle modifiche apportate al testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, al fine di assicurare in ogni caso il rispetto della disciplina antiriciclaggio.».

Come evidenziato nel Libro verde su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita* pubblicato dal Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del tesoro nel 2022, nell'ottica di favorire gli investimenti da parte degli investitori istituzionali, si è posta particolare attenzione alla disciplina degli Oicr.

Con riguardo alle società di investimento a capitale variabile e fisso (rispettivamente Sicav e Sicaf), è emersa l'opportunità di una semplificazione del regime di vigilanza di quelle c.d. eterogestite, rispetto alle quali il TUF replica il modello delle Sicav e Sicaf autogestite, senza tenere in considerazione il ruolo del gestore esterno autorizzato e richiedendo l'applicazione di una serie di istituti che ne appesantiscono la gestione e che potrebbero essere quindi eliminati.

Inoltre, in materia di Sicav e Sicaf, al fine di semplificare gli adempimenti necessari ad avviare l'attività di tali veicoli di investimento, considerandone comunque in maniera appropriata le peculiarità ed i rischi specifici, è emersa l'esigenza di un allineamento tra il procedimento autorizzativo applicabile alle società di gestione del risparmio e quello previsto per i fondi costituiti in forma societaria.

In questa prospettiva, la riforma traccia una distinzione, metodologica e sostanziale, tra «gestori di FIA sotto soglia registrati» e «gestori autorizzati», introducendo la prima categoria al fine di sottoporre i gestori di FIA sotto soglia registrati a  *governance* *controlli* *in* *son* *rel* *l* *is* *e* *d* *a* *u* *s* *p* *e* *r* *i* *n* *d* *e* *i*.

Avuto riguardo ai gestori autorizzati, la riforma consiste in una revisione della parte I, “Disposizioni comuni”, del Testo unico e i titoli I e II della Parte II “Disposizioni generali e poteri di vigilanza”.

Più in generale, le modifiche riguardano le seguenti aree di disciplina:

- (i) gestori di FIA sotto soglia registrati;
- (ii) distinzione tra gestione interna e gestione esterna;
- (iii) estensione della categoria degli investitori professionali;
- (iv) riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza.

La revisione delle regole in tali materie alla luce dei principi e dei criteri direttivi della legge delega è avvenuta sulla base di un’analisi dell’evoluzione degli istituti e di una valutazione di coerenza degli stessi con l’attuale contesto internazionale e con le esigenze di tutela dei nuovi interessi, verificando quali presidi non appaiano più giustificati e quali, invece, possano, specie in specifici contesti, incentivare gli investimenti.

Nello specifico, l’articolo 1 modifica la parte I del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e segnatamente:

Il **comma 1, lettera a)**, modifica l’articolo 1, comma 1, del TUF integrando e aggiornando le definizioni ivi contenute per tenere conto, principalmente, dell’introduzione dei nuovi modelli di gestore di FIA sotto soglia registrato e di società di partenariato, la cui disciplina è dettata rispettivamente nella parte seconda, titolo III, capo I-ter e capo I-bis, sezione II-bis.

L’introduzione della categoria dei gestori di FIA sotto soglia registrati, che può qualificare le varie tipologie di gestori (Sgr, Sicaf e società di partenariato), comporta la nuova distinzione tra questi stessi gestori (denominati “GEFIA sotto soglia registrati” e definiti alla nuova lettera q-bis.2) e i “gestori autorizzati” (definiti alla nuova lettera q-bis.1): questi ultimi rientrano tra i c.d. “soggetti abilitati” (di cui alla lettera r), assoggettati ai poteri di vigilanza della Banca d’Italia e della Consob secondo le rispettive competenze ai sensi dell’articolo 5 del TUF; i “GEFIA sotto soglia registrati” non rientrano, per contro, tra i “soggetti abilitati”, in quanto sottoposti a un regime di regole e controlli meno pervasivo.

Vale precisare che nella definizione di “gestore autorizzato” rientrano per convenzione i gestori di EuVECA (fondi europei di venture capital) e i gestori di EuSEF (fondi europei per l’imprenditoria sociale), disciplinati rispettivamente dal regolamento UE 345/2013 (regolamento EuVECA) e dal regolamento UE 346/2013 (regolamento EuSEF), di massima armonizzazione, indipendentemente dal fatto che tali gestori siano autorizzati ai sensi della direttiva 2011/61/UE (AIFMD) oppure “sotto soglia” registrati ai sensi dei citati regolamenti europei (rispettivamente, articolo 14 del regolamento EuVECA e articolo 15 del regolamento EuSEF). I regolamenti europei, infatti, dettano regole uniformi per gli investimenti dei fondi che con le denominazioni EuVECA/ EuSEF possono essere commercializzati in tutta l’Unione europea. Entrambi i regolamenti prevedono una procedura di registrazione per i gestori dei fondi che si differenzia da quella dei GEFIA sotto soglia registrati disciplinati a livello nazionale, in quanto impone più stringenti requisiti prudenziali armonizzati, di tipo qualitativo e quantitativo, che insistono anche sui fondi gestiti per consentirne la commercializzazione in tutto il territorio europeo (tra i quali il rispetto, da parte del gestore, di requisiti patrimoniali, presidi organizzativi e di controllo, requisiti di esperienza e onorabilità del gestore, provenienza e idoneità del personale, conflitti

di interesse, regole in tema di composizione degli investimenti dei fondi, regole sulla commercializzazione dei fondi). Le Autorità di vigilanza devono verificare questi requisiti in fase di accesso al mercato ai fini della registrazione e successivamente nella operatività nel continuo. Malgrado i gestori di EuVECA e EuSEF siano soggetti a registrazione, anche essi sono fatti rientrare tra i gestori “autorizzati” (come definiti alla nuova lettera *q-bis.1*), in quanto assoggettati ai poteri di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob ai sensi dell'articolo 5 del TUF.

La distinzione tra “gestori autorizzati” e “GEFIA sotto soglia registrati” produce effetti su tutte le altre pertinenti disposizioni del TUF che sono state modificate per chiarire la loro applicabilità all'una o all'altra categoria o, in alcuni casi, a entrambe.

L'articolo 1, comma 1, ripristina anche le definizioni di Sicav e Sicaf, Sicav e Sicaf in gestione interna, Sicav e Sicaf in gestione esterna previgenti alle modifiche al TUF apportate dalla legge capitali che, escludendo dalla definizione di “Sicav” o “Sicaf” le società di investimento in gestione esterna, aveva comportato l'inapplicabilità a queste ultime della disciplina in materia di antiriciclaggio e finanziamento al terrorismo e di alcune norme in materia tributaria.

Alle **lettere i) e i-bis)** del comma 1 dell'articolo 1 del TUF sono, quindi, ripristinate le definizioni generali di “Sicav” e “Sicaf” che ricomprendono sia le Sicav e Sicaf in gestione interna (nel caso delle Sicaf, ordinarie o sotto soglia) sia quelle in gestione esterna. Inoltre, alle nuove lettere *i.1)* e *i-bis.1)* sono introdotte le definizioni specifiche di Sicav e Sicaf in gestione interna e alle nuove lettere *i.3)* e *i-bis.42)* sono conseguentemente riformulate le definizioni di Sicav e Sicaf in gestione esterna; alle successive nuove lettere *i-bis.2)* e *i-bis.3)*, sono introdotte le definizioni di “Sicaf in gestione interna autorizzata” e “Sicaf sotto soglia registrata”, per connotare le diverse tipologie di Sicaf in gestione interna previste nel nuovo regime.

Le altre modifiche all'articolo 1 sono di seguito commentate.

La lettera *i-quater*), contenente la definizione di società di investimento semplice (SIS), è abrogata perché, in conseguenza della scelta di sottoporre a registrazione i gestori sotto soglia, il modello delle SIS, che ha avuto peraltro scarso sviluppo, è superato.

La lettera *k)*, contenente la definizione di organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr), è modificata con il rinvio al nuovo articolo 39-*bis* del TUF per l'elencazione delle tipologie di attività in cui l'Oicr può investire, in modo da rendere neutrale la definizione rispetto a successivi aggiornamenti dell'elenco delle attività investibili.

È introdotta alla lettera *m-ter.1)* la nuova definizione di “Oicr societario in gestione esterna” che include la Sicav in gestione esterna, la Sicaf in gestione esterna, la società di partenariato in gestione esterna, per semplificare e rendere più chiaro l'ambito di applicazione di alcuni articoli del TUF, riguardanti appunto il complesso degli Oicr societari in gestione esterna.

La lettera *r)* aggiorna il novero dei soggetti abilitati alla luce della distinzione introdotta tra gestori autorizzati e i nuovi GEFIA sotto soglia registrati. Questi ultimi, come già anticipato, non sono ricompresi nel novero dei soggetti abilitati tenuto conto che la qualifica di soggetto abilitato determina l'assoggettamento al potere di vigilanza anche della Banca d'Italia e della Consob, ai

sensi dell'articolo 5, comma 4, che sono esclusi per i gestori sotto soglia registrati.

La lettera i-quater.1) inserisce le società di partenariato nel novero degli Oicr italiani chiusi che, laddove gestiscano in proprio il patrimonio e siano autorizzate, sono qualificate sia come soggetti “abilitati” sia come “gestori autorizzati” agli effetti del TUF. Sono inoltre definite, in analogia con l'impostazione adottata per le Sicaf, le “società di partenariato in gestione esterna” e le “società di partenariato sotto soglia registrate”.

La definizione di “società di partenariato” reca con sé gli elementi fondanti del nuovo Oicr: la forma giuridica è quella della società in accomandita per azioni, la sede legale e la direzione generale devono essere situate in Italia, l'oggetto sociale esclusivo è l'investimento collettivo nelle forme del *private equity* e del *venture capital* del patrimonio, che oltre a dover essere raccolto mediante l'offerta delle proprie azioni, può essere raccolto anche con strumenti finanziari partecipativi, nonché mediante le ulteriori modalità definite nello statuto.

Per l'individuazione dell'oggetto sociale esclusivo, rilievo essenziale è dato alla nozione di “*private equity* e *venture capital*”, definita nella nuova lettera i-quater.4) dell'articolo in commento, che è incentrato sull'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, attraverso strumenti di capitale, di debito, o altre forme similari; è altresì espressamente prevista la possibilità di un investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione, in modo da poter continuare a sostenere i progetti imprenditoriali rivelatisi di successo.

È altresì modificata la lettera m-undecies), recante la definizione di cliente professionale, per ricomprendervi anche gli enti previdenziali privatizzati in conformità al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509 e del decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103. La norma in discorso viene adottata in attuazione dei principi direttivi volti a favorire la «canalizzazione degli investimenti» verso le imprese e a «contemperare gli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli», conformemente a quanto previsto dall'articolo 19, comma 2, lettere a) e g), della legge n. 21 del 2024.

La nuova disposizione consente, infatti, di ampliare ulteriormente la portata della modifica già introdotta dalla legge capitali, che ha incluso questi enti tra le “controparti qualificate” e di colmare un vuoto legislativo chiarendo definitivamente la natura di cliente professionale di questi enti – di natura essenzialmente finanziaria – consentendo una semplificazione dell'operatività nello svolgimento delle diverse operazioni di investimento compiute nella gestione del patrimonio da essi raccolto per l'erogazione – presente e futura – delle prestazioni previdenziali obbligatorie a favore dei propri iscritti.

Come noto, infatti, gli enti previdenziali privati, già prima del presente intervento, costituiscono una tipologia di investitore che può accedere a forme di investimento riservate agli investitori professionali (per tutte, si faccia riferimento alla gestione dei loro patrimoni immobiliari mediante la sottoscrizione di quote di fondi di investimento alternativi riservati).

Il riconoscimento della qualifica di cliente professionale di diritto consente agli enti previdenziali privatizzati di accedere – sistematicamente – a tutte quelle forme di servizi e investimenti che ad oggi sono loro del tutto precluse o per il cui accesso essi debbono chiedere il riconoscimento della qualifica

di cliente professionale (si intende, di c.d. “cliente professionale su richiesta”), con ciò comportando un necessario dialogo con gli intermediari di riferimento e, perciò, significativi ritardi dovuti all’acquisizione delle informazioni e degli approfondimenti necessari per il riconoscimento di siffatta qualifica.

In sostanza, con l’intervento in discorso si semplifica l’operatività dei predetti enti eliminando una fase di verifica su di una categoria di enti che sono soggetti a una vigilanza – anche – tecnico-finanziaria e sono configurati dalla legge come enti che, nel perseguimento delle proprie finalità previdenziali, devono compiere una gestione essenzialmente professionale e di tipo finanziario del proprio patrimonio (e, dunque, dei propri – ingenti – investimenti).

La lettera o) definisce la “società di gestione del risparmio (Sgr)” nella quale rientrano: le Sgr autorizzate ai sensi dell’articolo 34, le Sgr sotto soglia registrate disciplinate all’articolo 35-*quaterdecies*, comma 1, e le Sgr che sono gestori di fondi EuVECA disciplinati ai sensi del Regolamento EuVECA e gestori di fondi EuSEF disciplinati ai sensi del Regolamento EuSEF.

Al fine di meglio precisare l’ambito di applicazione delle nuove lettere d-*ter*) e d-*quater*) del comma 2 dell’articolo 123-*bis* del TUF, si introducono alle lettere w-*septies*.1) e w-*septies*.2) le definizioni di “sistema di intelligenza artificiale e “rischi informatici”, mutate rispettivamente dal regolamento UE 1689/2024 (c.d. “AI Act”) e dal regolamento UE 554/2022 (c.d. “Digital Operational Resilience Act” – “DORA”).

Infine, il comma 6-*quater* è abrogato, in quanto si provvede a riferire all’“organo di controllo” le disposizioni del TUF che attualmente si riferiscono al solo collegio sindacale. Inoltre, le modificazioni apportate al titolo III della parte IV (Emittenti) dispongono norme autosufficienti per l’organo di controllo nei diversi sistemi di amministrazione e controllo.

Le altre modifiche all’articolo 1 sono di seguito commentate.

La **lettera b)** modifica l’articolo 3 del TUF. Per migliore chiarezza del testo, contenimento degli oneri di vigilanza ed efficace svolgimento dei rapporti tra Autorità e partecipanti al mercato, le disposizioni di modifica dell’articolo 3 hanno la finalità, rispettivamente:

- con riferimento al nuovo comma 3-*bis*, di agevolare l’accessibilità al pubblico delle norme, anche regolamentari, e degli orientamenti, anche dell’Unione europea, nelle materie di cui al presente decreto;
- esplicitare, tramite il nuovo comma 3-*ter*, che, salvo ove diversamente stabilito, i termini di cui al presente decreto legislativo si computano secondo il calendario comune;
- prevedere, tramite regolamento della Banca d’Italia e della Consob e nel perseguimento di obiettivi di riduzione degli oneri, modalità di semplificazione dei procedimenti, mediante l’introduzione del comma 3-*quater*.

Il comma 4 è abrogato alla luce dell’introduzione del nuovo comma 4-*bis*.

La **lettera c)** inserisce un nuovo articolo 3-*bis* del TUF, che definisce le modalità di interlocuzione tra i partecipanti al mercato e le Autorità per la valutazione preventiva di specifiche situazioni che possano comportare violazioni di disposizioni oggetto di vigilanza, nonché per l’eventuale pubblicazione di tali quesiti e delle relative risposte.



La **lettera d)** modifica l'articolo 4-*quinqüies* del TUF assicurando l'allineamento della disciplina nazionale con le disposizioni dei regolamenti europei che disciplinano i gestori di fondi EuVECA ed EuSEF. Questi gestori possono essere:

- a) gestori sotto soglia registrati ai sensi dell'articolo 14 del regolamento EuVECA e dell'articolo 15 del regolamento EuSEF, istituiti ai sensi dell'articolo 3(3) AIFMD, ma per i quali i predetti regolamenti prevedono requisiti aggiuntivi specifici (ad esempio in materia di fondi propri, esponenti, organizzazione, ecc.) oppure
- b) GEFIA autorizzati ai sensi dell'articolo 6 AIFMD; in questo caso l'Autorità nazionale competente verifica che il GEFIA sia dotato di dispositivi organizzativi idonei per l'operatività in fondi EuVECA ed EuSEF (cfr. Regolamenti EuVECA e EuSEF, rispettivamente articolo 14 *bis*, par. 2, lett. c) e articolo 15 *bis*, par. 2, lett. c).

Tra le modifiche apportate, al comma 2 si precisano gli obblighi di registrazione per gestori di EuVECA ed EuSEF. Si prevede che tutti i gestori di EuVECA ed EuSEF siano iscritti in un apposito registro tenuto dalla Banca d'Italia indipendentemente dal fatto che siano sotto soglia oppure "sopra soglia".

Inoltre, con l'introduzione del nuovo comma 7-*bis* si specifica anche che i gestori registrati ai sensi dell'articolo 14 del regolamento EuVECA e dell'articolo 15 del regolamento EuSEF possono gestire FIA riservati istituiti in forma chiusa, ai sensi dell'articolo 35-*quaterdecies*, alle condizioni stabilite con regolamento dalla Banca d'Italia, sentita la Consob.

L'articolo 2 del presente decreto modifica i Titoli I e II della Parte II del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e segnatamente, al comma 1:

La **lettera a), numero 1)**, reca le modifiche all'articolo 5, comma 1, lettera b), del TUF con cui viene espressamente riconosciuta la promozione dell'educazione finanziaria come elemento caratterizzante delle funzioni di vigilanza.

In tal modo vengono ulteriormente rafforzate le disposizioni in materia di educazione finanziaria già introdotte con l'articolo 25 della legge n. 21 del 2024 e viene, così, espressamente attribuito un ruolo determinante sulla materia anche alla Banca d'Italia, alla Consob e, loro tramite, agli intermediari attivi sul mercato nazionale.

Come noto, la Banca d'Italia e la Consob hanno già avviato – anche in collaborazione con scuole e istituzioni universitarie – importanti iniziative divulgative e culturali concernenti l'educazione finanziaria dei cittadini (e, in particolare, delle nuove generazioni), tra cui occorre menzionare i cicli annuali di eventi nel corso del mese dell'educazione del risparmio istituito con il decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237, e le iniziative condotte sin dal 2018 in occasione della Giornata mondiale del risparmio.

A queste iniziative si aggiunge, poi, la cura e la gestione – sui rispettivi siti istituzionali della Banca d'Italia e della Consob – di portali *internet* dedicati alla divulgazione finanziaria alla generalità dei cittadini (portale che, per completezza, è stato anche istituito e curato dall'IVASS per quanto concerne la materia assicurativa).



La disposizione in discorso consentirà alla Banca d'Italia e alla Consob di esercitare i propri poteri di vigilanza allo scopo sia di orientare la propria attività istituzionale alla promozione dell'educazione finanziaria e al risparmio dei cittadini, sia di assicurare che l'attività di tutti gli operatori sia sempre ispirata ai principi di correttezza e di sana e prudente gestione.

In altri termini, la promozione dell'educazione finanziaria viene riconosciuta *anche* nell'ambito delle finalità della vigilanza allo scopo di fornire alle autorità gli strumenti necessari per alimentare ulteriormente, e in modo virtuoso, sia la consapevolezza dei cittadini verso il settore finanziario, sia il buon funzionamento del mercato nazionale complessivamente considerato.

La modifica apportata al comma 2 dell'articolo 5 del TUF è volta a specificare la competenza esclusiva della Banca d'Italia sulla valutazione dei requisiti dei soci e degli esponenti degli intermediari in quanto attinenti a profili di sana e prudente gestione.

La **lettera b)** modifica l'articolo 6 del TUF, in particolare introducendo, al comma 01, la promozione dello «sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati» tra i principi cui la Banca d'Italia e la Consob devono ispirarsi nell'esercizio delle rispettive deleghe regolamentari.

La modifica attua il principio e il criterio direttivo di cui all'articolo 19, comma 2, lettera a), della legge n. 21 del 2024 con riferimento al «sostegno della crescita del Paese». Invero, la promozione dello sviluppo sostenibile delle imprese (si intende, tanto delle imprese vigilate, quanto delle imprese emittenti) e dei rispettivi mercati va intesa in due sensi (tra loro strettamente connessi): da un lato, la promozione dello sviluppo sostenibile sotto un profilo essenzialmente finanziario a tutela degli investitori e della stabilità e buon funzionamento del mercato, dall'altro – e in una prospettiva di lungo termine – la sostenibilità ambientale e sociale delle attività delle imprese e dei mercati in cui operano.

Le autorità di vigilanza vengono, così, espressamente incaricate di esercitare i propri poteri regolamentari dovendo individuare gli aspetti rilevanti con cui promuovere, in sede di normazione secondaria, lo sviluppo positivo dei mercati e delle imprese assicurando, così, che la normativa da essi adottata sia uno strumento utile anche a tali scopi. L'eliminazione del richiamo agli Enti previdenziali privati è effettuata per ragioni di coordinamento con il riconoscimento della qualifica di cliente professionale di diritto realizzato tramite lettera m-*undecies*) aggiunta all'articolo 1.

È, inoltre, specificato al comma 1 che il regolamento delle Autorità ha come destinatari i gestori autorizzati. Con riferimento alle modifiche al comma 2-*quater* e 2-*quinqies* dell'articolo 6 del TUF, va detto che l'intervento si limita a far confluire la delega regolamentare prevista nel comma 2-*quinqies* dell'articolo 6 nel precedente comma 2-*quater*.

La norma, perciò, compie un mero riordino nelle deleghe regolamentari specificamente attribuite alla Consob, riducendo *quantitativamente* le disposizioni applicabili, senza alterarne la formulazione e il significato sostanziale.

Le modifiche ai commi 2-*quater* e 2-*quinqies* dell'articolo 6 sono, perciò, attuative del principio e del criterio direttivo della «complessiva razionalizzazione» e «semplificazione delle fonti normative» di cui all'articolo 19, comma 2, lettera l), della legge n. 21 del 2024.



La **lettera c)** interviene sui commi 3 e 11 dell'articolo 6-*bis* del TUF, al fine di specificare che possano essere esercitati anche in relazione agli Oicr societari in gestione esterna (ossia Sicav, Sicaf e società di partenariato in gestione esterna) i poteri della Banca d'Italia di richiedere la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti al revisore e di procedere ad audizione.

La **lettera d)** interviene sul comma 6 dell'articolo 6-*ter* del TUF per estendere il potere di chiedere alle autorità competenti di uno Stato UE di effettuare accertamenti alle succursali di tutti i gestori autorizzati, ivi inclusa quindi la società di partenariato autorizzata.

La **lettera e)** apporta all'articolo 7 del TUF alcune modifiche di coordinamento. In particolare, il riferimento ai "sindaci" è sostituito da un riferimento ai componenti dell'organo di controllo alla luce dell'abrogazione dell'articolo 1, comma 6-*quater*.

La **lettera f)** modifica l'articolo 7-*ter* del TUF, comma 1, al fine di circoscrivere l'applicazione dei poteri ingiuntivi ivi previsti ai soli soggetti autorizzati, alla luce della introduzione della nuova categoria dei gestori sotto soglia registrati.

La **lettera g)** modifica analogamente il comma 6 dell'articolo 7-*sexies* del TUF, per circoscrivere l'applicazione delle relative disposizioni ai soli soggetti autorizzati, alla luce della introduzione della nuova categoria dei gestori sotto soglia registrati.

La **lettera h)** modifica l'articolo 8 del TUF. Al comma 1 si precisa che gli Oicr italiani che investono in crediti sono tenuti a partecipare alla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia tramite i gestori autorizzati e i GEFIA UE che li gestiscono. Al comma 3 il riferimento al collegio sindacale è sostituito da un riferimento all' "organo di controllo". Si apportano ulteriori modifiche di coordinamento rispetto agli interventi di natura definitoria effettuati.

La **lettera i)** modifica il comma 1 dell'articolo 9 del TUF, per specificare che l'articolo 159, comma 1, del TUF si applica ai soggetti autorizzati e agli Oicr societari in gestione esterna, alla luce della introduzione delle nuove definizioni.

La **lettera l)** modifica l'articolo 11 del TUF, che disciplina la nozione e composizione del gruppo ai fini della verifica dei requisiti per l'autorizzazione delle SIM (articolo 19, comma 1, lettera *h*) e delle Sgr autorizzate (articolo 34, comma 1, lettera *f*) del TUF). Nelle lettere *a*), *a-bis*) e *b*), il termine "Sgr" è sostituito con "gestori autorizzati", che include per completezza i riferimenti alle Sicav, Sicaf e società di partenariato in gestione interna autorizzate, poiché anche gli articoli 35-*bis*, comma 1, lettera *g*) (relativi alle Sicav e Sicaf autorizzate), e 35-*novies*.1, comma 1, lettera *f*) (per le società di partenariato autorizzate), prevedono tra i requisiti autorizzativi di questi Oicr societari che la struttura del gruppo di appartenenza non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società.



La **lettera m)** modifica l'articolo 12, comma 3 del TUF, per circoscriverne l'applicazione ai soli soggetti autorizzati, alla luce della introduzione della nuova categoria dei gestori sotto soglia registrati.

Le **lettere n) e o)**, in attuazione dei principi di «riduzione degli oneri amministrativi a carico delle imprese» e di «razionalizzazione» e «semplificazione» della disciplina previsti dall'articolo 19, comma 2, lettere g) ed l), della legge n. 21 del 2024, modifica il TUF riformulando il comma 6 dell'articolo 13 e i commi 7 e 8 dell'articolo 14.

L'intervento è volto a espungere le attribuzioni della Consob con riferimento alla disciplina e ai poteri esercitabili in materia di requisiti di idoneità dei partecipanti al capitale e degli esponenti aziendali dei soggetti abilitati.

Le deleghe regolamentari sulla procedura di valutazione e i conseguenti poteri vengono, così, attribuiti esclusivamente alla Banca d'Italia, tenuto conto della modifica contestualmente apportata all'articolo 5, comma 2, del TUF.

Ciò consentirà un più efficiente coordinamento normativo e nelle prassi di vigilanza, anche alla luce della nuova normativa secondaria adottata per il settore bancario (decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 23 novembre 2020, n. 169) e per il settore assicurativo (decreto del Ministro dello sviluppo economico 2 maggio 2022, n. 88), mediante decreti che – con paralleli interventi di armonizzazione condotti dalle autorità di vigilanza europea (cfr. EBA/GL/2021/06 e JC/GL 2024 88) – sono stati formulati in modo da essere sostanzialmente sovrapponibili (pur restando ferme le specificità di ciascun settore).

L'attribuzione delle competenze esclusivamente in capo alla Banca d'Italia consentirebbe una sufficiente coerenza tanto nella formulazione della normativa secondaria – di rango procedimentale – quanto nella formazione delle prassi applicative e con riferimento tanto alla fase della trasmissione della documentazione e della conseguente istruttoria, quanto all'accertamento della sopravvenuta carenza dei requisiti di idoneità in capo agli esponenti aziendali e all'esercizio dei poteri di disporre la decadenza.

La **lettera o)** modifica l'articolo 14 del TUF, in coerenza con le modifiche apportate all'articolo 13 (*Cfr.* relazione illustrativa precedente). Al comma 3 la delega regolamentare attualmente prevista si rende facoltativa.

La **lettera p)** modifica l'articolo 15, commi 1 e 4, del TUF, per circoscrivere l'applicazione delle relative disposizioni ai soli soggetti autorizzati, alla luce della introduzione della nuova categoria dei gestori sotto soglia registrati.

La **lettera q)** modifica il comma 2 dell'articolo 16 del TUF, per circoscrivere l'applicazione delle relative disposizioni ai soli soggetti autorizzati, alla luce della introduzione della nuova categoria dei gestori sotto soglia registrati.

La **lettera r)** modifica il comma 1, lettere a) e c), dell'articolo 17 del TUF, per circoscrivere l'applicazione delle relative disposizioni ai soli soggetti autorizzati, alla luce della introduzione della nuova categoria dei gestori sotto soglia registrati.



La **lettera s)** modifica il comma 2 dell'articolo 18 del TUF, per circoscrivere l'applicazione delle relative disposizioni alle sole SGR autorizzate, alla luce della introduzione della nuova categoria dei gestori sotto soglia registrati.

La **lettera t)** modifica l'articolo 19 TUF, che disciplina l'autorizzazione delle SIM e delle banche alla prestazione dei servizi e della attività di investimento. Al comma 1, lettera d), con riferimento all'individuazione dell'ammontare di capitale iniziale minimo delle SIM, è inserito l'inciso "in conformità alle norme europee" perché il suddetto ammontare è fissato nel "Regolamento in materia di vigilanza sulle SIM" della Banca d'Italia, che recepisce le disposizioni dell'articolo 9 della direttiva (UE) 2019/2034 (IFD).

I commi 4 e 4-bis dell'articolo 19 del TUF, che riguardano l'autorizzazione delle banche alla prestazione dei servizi di investimento e la decadenza dall'autorizzazione medesima, sono adeguati al riparto di competenze tra la Banca d'Italia e la Banca centrale europea nell'ambito del Single Supervisory Mechanism (SSM) (Cfr. comunicazione della BCE *"Additional clarification regarding the ECB's competence to exercise supervisory powers granted under national law"*, SSM/2017/0140 del 31 marzo 2017; in particolare, alla BCE è attribuita la competenza per le autorizzazioni previste dalla legge alle banche italiane, mentre la Banca d'Italia è competente per le autorizzazioni alle succursali italiane di banche di paesi terzi.

La **lettera u)**, analogamente a quanto previsto con le modifiche all'articolo 19 del TUF in materia di autorizzazione, modifica il comma 4 dell'articolo 20-bis che concerne la revoca dell'autorizzazione delle banche all'esercizio dei servizi e delle attività d'investimento adeguando l'ordinamento nazionale al riparto di competenze tra la Banca d'Italia e la Banca centrale europea nell'ambito del Single Supervisory Mechanism (SSM) (cfr. comunicazione della BCE *"Additional clarification regarding the ECB's competence to exercise supervisory powers granted under national law"*, SSM/2017/0140 del 31 marzo 2017).

La **lettera v)** modifica i commi 1-bis e 1-ter dell'articolo 21 del TUF, per circoscrivere l'applicazione delle relative disposizioni alle sole SGR autorizzate, alla luce della introduzione della nuova categoria dei gestori sotto soglia registrati.

La **lettera z)** modifica i commi 1 e 3 dell'articolo 22 del TUF, per circoscrivere l'applicazione delle relative disposizioni alle sole SGR autorizzate, alla luce della introduzione della nuova categoria dei gestori sotto soglia registrati.

La **lettera aa)** modifica l'articolo 26 del TUF, che riguarda le comunicazioni e autorizzazioni concernenti l'operatività all'estero delle SIM italiane. La relativa competenza, in un'ottica di razionalizzazione delle competenze tra Autorità e di semplificazione della disciplina in attuazione del principio di «riduzione degli oneri amministrativi a carico delle imprese» e di «razionalizzazione» e «semplificazione» della disciplina previsti dall'articolo 19, comma 2, lettere g) ed l), della legge n. 21 del 2024), è trasferita dalla Consob alla Banca d'Italia considerato che nell'esame delle iniziative della



specie prevale la verifica del rispetto di condizioni di adeguatezza patrimoniale e organizzativa, rimessa a quest'ultima Autorità.

Nei casi previsti dai commi 5 e 6, concernenti rispettivamente la prestazione da parte delle SIM di attività non ammesse al mutuo riconoscimento in altri Stati dell'UE e l'operatività in uno Stato non UE, è mantenuto il rilascio di un parere da parte della Consob dato il carattere straordinario di queste iniziative.

La **lettera bb)** modifica il comma 6 dell'articolo 28 TUF, che disciplina l'operatività in Italia di imprese di paesi terzi diverse dalle banche, per espungere il rilascio del parere della Banca d'Italia alla Consob nei casi di libera prestazione di servizi e attività di investimento a controparti qualificate o soggetti professionali. L'intervento realizza una semplificazione e una razionalizzazione delle competenze tra Autorità, giustificata dal fatto che nei casi di specie i profili di competenza della Banca d'Italia, quali i requisiti prudenziali e la stabilità patrimoniale, rimangono in capo all'autorità del Paese di origine.

Vengono, inoltre, adeguati i riferimenti alle soppresse disposizioni di cui all'articolo 6, comma 2-*quinquies*, del TUF.

La **lettera cc)** modifica l'articolo 29-*ter* per adeguare i riferimenti alle soppresse disposizioni di cui all'articolo 6, comma 2-*quinquies*, del TUF.

La **lettera dd)** modifica l'articolo 30 del TUF, per:

- allineare il comma 2 alle modifiche apportate all'articolo 6;
- inserire un riferimento alla società di partenariato e sostituire i riferimenti alla Sgr con riferimenti ai gestori autorizzati/alle Sgr autorizzate, dal momento che la disciplina sull'offerta fuori sede non trova applicazione alle Sgr sottosoglia registrate.

La **lettera ee)** modifica il comma 1 dell'articolo 31 del TUF per apportare alcune modifiche di coordinamento con le nuove definizioni.

L'articolo 3 reca le modifiche al titolo III della parte II del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58), in materia di gestione collettiva del risparmio.

L'intervento di modifica riguarda l'ambito della gestione collettiva del risparmio e più specificamente le attività di *private equity* e *venture capital*, riconosciute come settori in grado di garantire lo sviluppo e poi la crescita delle aziende, favorendo processi fondamentali di innovazione e contribuendo all'aumento dell'occupazione.

Il mercato del *private equity* e *venture capital* a livello mondiale sta assistendo negli ultimi dieci anni ad una crescita significativa, coinvolgendo con maggiore intensità numerose aree geografiche, ivi compreso il nostro paese che ad oggi si pone come il quarto mercato nell'Unione europea in termini di volumi. Questo significa che una componente crescente degli investimenti e quindi della gestione del risparmio risulta essere maggiormente coinvolta. In secondo luogo, il *private equity* e *venture capital* sono strumenti, sebbene non esclusivi, indispensabili in un sistema economico per sostenere e accelerare la nascita, il primo sviluppo e poi la crescita delle aziende, favorendo processi



fondamentali di innovazione e contribuendo all'aumento dell'occupazione. Ad oggi la gestione collettiva del risparmio indirizzata al *private equity* e *venture capital* è svolta da gestori di FIA italiani chiusi sottoposti ad un regime autorizzativo. Nello stesso tempo, come avviene in larga parte dei paesi, una parte del mercato produce innovazione attraverso forme non organizzate – piuttosto che semi-organizzate – di attività di *private equity* e *venture capital* che vanno dai *club deal*, ai *business angels*, agli incubatori e ai *family office*. In termini di volumi, tali attività sono spesso stimate con dimensioni più contenute ma svolgono indubbiamente un'azione di sostegno allo sviluppo del mercato.

Nel mercato americano e britannico, il veicolo più diffuso è costituito dai cosiddetti “PE fund” e “VC Fund”, che si basano entrambi sulla soluzione della *limited partnership*. Nella *limited partnership* sono presenti due tipologie di *partner*, con una proporzione che è generalmente 99 e 1: i *Limited Partners* (LPs) che hanno la caratteristica di essere meri investitori e sono pertanto “*limited liable*” (limitatamente responsabili) mentre i General Partners (GPs) hanno il compito di gestire e sono “*fully liable*” (illimitatamente responsabili), oltre a ricevere *management fee* e *carried interest* a fronte del loro impegno. I GPs operano di solito attraverso una *Management Company* che giuridicamente è una *Limited Liability Partnership*, i cui *partner* sono tutti *Limited Partners* (LPs). Ne segue che il “gestore” è un LP di una LLP che è il GP della *Limited Partnership*.

Anche la Francia ha adottato un'analogia soluzione con la Loi n. 2015-990 del 6 agosto 2015 con la creazione delle “*société de libre partenariat*”, che giuridicamente sono società in accomandita ma che sono presentate come “*limited partnership*” alla francese. Lo stesso avviene in Germania attraverso le *Kommanditgesellschaft* (KG) e in Lussemburgo.

L'introduzione di una soluzione analoga nell'ordinamento nazionale avvicina il nostro Paese alle esperienze delle principali piazze finanziarie estere e ha, inoltre, un valore segnaletico fondamentale per attrarre capitali e contribuire alla crescita di un'industria che è fondamentale per sostenere la nascita, il primo sviluppo e la crescita delle imprese.

Nello stesso tempo è fondamentale permettere agli agenti economici che operano nel mercato del *private equity* e del *venture capital* di avere uno spazio di azione più ampio sia per sperimentare – come oggi già avviene per i *business angel*, i *club deal*, gli incubatori e i *family office* – che per sviluppare più rapidamente una massa critica che contribuisca a consolidare l'azione fondamentale del *private equity* e del *venture capital* allo sviluppo economico del paese. In questa prospettiva è importante introdurre un regime di sola registrazione e non più di autorizzazione per i gestori di fondi alternativi (GEFIA) che prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio limitatamente ai FIA italiani chiusi, entro specifiche soglie dimensionali, fissandone una serie di caratteristiche che bilancino con efficacia l'esigenza di sviluppo con quella di tutela degli investitori. Già oggi, la Direttiva *Alternative Investment Fund Managers* (AIFMD) ammette un regime agevolato per i gestori c.d. sotto soglia (si tratta di GEFIA con un totale attivo dei fondi gestiti che non supera €100 milioni; la soglia sale a €500 milioni se i fondi non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale) che possono essere registrati, anziché autorizzati, e non soggetti a vigilanza prudenziale e di trasparenza e controllo. La Direttiva AIFMD, con la sua attuazione, consentirà ai membri di imporre

a questi soggetti requisiti più stringenti a livello nazionale. In sede di recepimento della Direttiva nel 2015, l'Italia non ha optato per il regime agevolato, ma ha adottato il regime autorizzativo e l'applicazione della vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza, seppure con alcune semplificazioni regolamentari e circoscrivendo l'operatività ai soli FIA riservati. I gestori sotto soglia sono prevalentemente attivi nei comparti del *private equity* e del *venture capital*; in misura residuale operano nei fondi immobiliari e nei fondi di credito. Nell'ultimo decennio il loro numero è progressivamente aumentato in virtù anche dei programmi governativi a sostegno delle piccole e medie imprese. Alla fine del 2024 essi rappresentavano il 46% dei GEFIA totali (n. 76 su 164); nel settore del *venture capital*, tre quarti dei gestori sono sotto soglia e rappresentano il 50% degli attivi. Le dimensioni dei gestori sotto soglia sono però molto contenute: l'attivo gestito è pari al 2,3% del totale gestito dai GEFIA (€4,2 mld) e si assesta mediamente a circa €70 milioni, dato significativamente inferiore alla soglia massima loro consentita (€500 milioni); anche le dimensioni medie dei singoli fondi risultano contenute, di poco inferiori ai €30 milioni (circa un quinto rispetto ai fondi dei gestori ordinari, di seguito "sopra soglia"). L'attività di supervisione sinora svolta sul comparto ha consentito di rilevare come la dimensione ridotta degli operatori e dei fondi renda basso il potenziale impatto sistemico delle difficoltà di un singolo gestore; anche le situazioni di criticità idiosincratiche sono state nel complesso limitate.

A fronte di rischi complessivamente limitati, l'attuale modello di supervisione è dunque poco differenziato da quello dei gestori ordinari, comportando oneri sia per gli intermediari sia per la Vigilanza non proporzionati alla effettiva rilevanza del settore e non facilitandone lo sviluppo. Dal confronto con i maggiori paesi europei (Germania, Francia, Olanda, Irlanda) emerge che, a fronte di mercati molto più sviluppati di quello italiano, i gestori sotto soglia sono soggetti quasi ovunque a mera registrazione, specie se riservati a un pubblico professionale, e a limitata attività di vigilanza.

Nello specifico, l'**articolo 3** del presente decreto, modifica il titolo III della parte II del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, e segnatamente, al comma 1:

La **lettera a)** modifica la rubrica del capo I per eliminare il riferimento ad "autorizzati" essendo le disposizioni del capo riferite, a seguito dell'intervento, sia a soggetti autorizzati che a soggetti registrati.

La **lettera b)** modifica l'articolo 32-*quater* del TUF che individua i soggetti cui è riservato l'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio. Tale esercizio è riservato a tutti i gestori (siano essi autorizzati o sotto soglia registrati), in conformità alle disposizioni del titolo III.

Le società di partenariato in gestione interna autorizzate sono incluse tra i beneficiari della riserva legale di attività per quanto riguarda l'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio. Tale previsione generale si integra con l'articolo 35-*novies.1* il quale, a sua volta, si collega alla delimitazione del loro oggetto sociale alle forme del *private equity* e *venture capital* posta nell'articolo 1 recante le definizioni.

Della predetta riserva di attività beneficiano anche i GEFIA sotto soglia registrati, seppur nei limiti e alle condizioni previste dal capo I-*ter*.



Il comma 1 del medesimo articolo 32-*quater* del TUF contiene l'aggiunta che l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle Sicav in gestione interna, alle Sicaf in gestione interna e alle società di partenariato in gestione interna. Il comma 1-*bis* prevede che anche i GEFIA sotto soglia registrati esercitino il servizio di gestione collettiva del risparmio.

La lettera c) modifica l'articolo 33 del TUF che indica le attività esercitabili dai diversi gestori nell'ambito della riserva legale della gestione collettiva del risparmio.

Il comma 1 individua l'attività tipica svolta dalle Sgr, vale a dire la gestione del patrimonio e dei rischi degli Oicr, nonché l'amministrazione e la commercializzazione degli Oicr gestiti. Queste attività accomunano tutte le tipologie di gestori.

Il comma 2 continua a elencare le attività esercitabili dalle Sgr "autorizzate" in aggiunta all'attività principale, con minime modifiche integrative.

Le Sicav in gestione interna autorizzate, le Sicaf in gestione interna autorizzate, le società di partenariato in gestione interna autorizzate e i GEFIA sotto soglia registrati, oltre all'attività tipica sopra richiamata, possono svolgere solo le attività connesse e strumentali.

Viene introdotto il comma 2-*bis* per chiarire che le Sgr autorizzate non possono prestare in via esclusiva le attività e i servizi indicati al comma 2.

Il comma 3 precisa che l'articolo in questione si applica alle Sicav in gestione interna autorizzate e alle Sicaf in gestione interna autorizzate e che le Sicaf possono emettere anche strumenti finanziari partecipativi.

Il nuovo comma 3-*bis* dispone che l'attività delle società di partenariato è svolta nei limiti e alle condizioni previste dall'articolo 35-*novies.1* del TUF.

Il comma 3-*ter* precisa che l'attività dei GEFIA sotto soglia registrati è svolta nei limiti e alle condizioni previste dagli specifici regimi ad essi applicabili (cfr. articolo 35-*quaterdecies*).

Il comma 4 disciplina la delega da parte dei gestori autorizzati a soggetti terzi di specifiche funzioni inerenti alla prestazione dei servizi. I gestori autorizzati non possono delegare la gestione del portafoglio o dei rischi a un gestore sotto soglia registrato, ai sensi di quanto previsto dall'articolo 78 del regolamento delegato (UE) 231/2013, che integra l'AIFMD.

La lettera d) modifica l'articolo 34 del TUF che contiene la disciplina per l'autorizzazione delle Sgr.

la modifica al comma 1, lettera h) sostituisce, per mero allineamento con la formulazione adottata in altre disposizioni, l'espressione "le parole" con "l'indicazione di".

La modifica al comma 4 del medesimo articolo 34 del TUF riguarda le operazioni di fusione o di scissione di società di gestione del risparmio il cui potere autorizzativo è assegnato alla sola Banca d'Italia. In ottica di semplificazione e razionalizzazione delle competenze tra Autorità e di riduzione degli oneri gravanti sui soggetti abilitati, è eliminato il rilascio del parere da parte della Consob, considerato che nell'esame delle iniziative della specie prevalgono i profili di sana e prudente gestione e contenimento dei rischi di competenza della Banca d'Italia.

La lettera e) modifica l'art. 35 del TUF al fine di coordinarlo con il nuovo impianto definitorio introdotto nel TUF medesimo.



La **lettera f)** modifica la rubrica della sezione II per maggior coerenza con il nuovo impianto definitorio introdotto nel TUF.

La **lettera g)** modifica l'articolo 35-*bis* del TUF in risposta a un'esigenza di riordino organico delle norme TUF in materia di Sicav e Sicaf, in coerenza con lo spirito delle innovazioni introdotte dalla legge n. 21 del 2024. In particolare:

- modifica la rubrica dell'articolo 35-*bis* alla luce della circostanza che le disposizioni dell'articolo disciplinano l'autorizzazione all'esercizio dell'attività riservata da parte delle Sicav e delle Sicaf in gestione interna e non più anche l'autorizzazione alla costituzione delle stesse. L'articolo tiene conto in tal modo sia dei casi di società per azioni già esistenti, che scelgano di trasformarsi in Sicav o Sicaf in gestione interna previo rilascio dell'autorizzazione della Banca d'Italia all'esercizio della gestione collettiva, sia dei progetti di costituzione di società d'investimento direttamente in forma di Sicav o Sicaf in gestione interna.

- modifica il comma 1, lettera c) dell'articolo 35-*bis* del TUF specifica che il capitale sociale iniziale è interamente versato, coerentemente con le norme applicabili alle Sgr.

- modifica il comma 1, lettera f) specificando che la norma si applica alle Sicaf e alle Sicav in gestione interna.

Inoltre, al fine di tener conto che il rilascio dell'autorizzazione potrà avvenire anche in relazione a società già costituite:

- nel comma 2, lettera b) viene eliminato il riferimento ai soci fondatori quali soggetti tenuti alla presentazione della documentazione richiesta per l'autorizzazione;

- il comma 3 precisa che la norma in questione si applica alle Sicaf e Sicav in gestione interna e che Banca d'Italia attesta la conformità dell'atto costitutivo e non più del progetto di atto costitutivo;

- al comma 4, l'ipotesi di autorizzazione contestuale alla costituzione della società viene disciplinata come eventuale.

Il comma 5 precisa che la norma in questione si applica alle Sicaf e Sicav in gestione interna.

Il nuovo comma 5-*bis* precisa che lo statuto delle Sicav e Sicaf in gestione interna deve individuare le azioni sottoscritte a fronte dei conferimenti che costituiscono il patrimonio generale, previsto dal legislatore con le modifiche introdotte dalla legge n. 21 del 2024, indipendentemente dall'istituzione di comparti o meno. Questa precisazione è ritenuta necessaria per tenere conto del chiarimento (Q&A N. 2227 del 2 luglio 2024) dell'ESMA circa l'obbligo, per le società di investimento in gestione interna, di detenere fondi propri separati e investiti in attività liquide, ai sensi di AIFMD e UCITSD, per assicurare il rispetto, nel continuo, dei requisiti patrimoniali applicabili.

Il comma 6 applica la medesima disposizione di cui al comma 5-*bis* ai casi di Sicav e Sicaf in gestione interna che prevedono uno o più comparti, il cui statuto deve quindi individuare le azioni sottoscritte a fronte dei conferimenti che costituiscono il patrimonio generale e le categorie di azioni che attribuiscono diritti in relazione ai singoli comparti. La necessità di questa precisazione deriva dalle modifiche introdotte dalla legge n. 21 del 2024, che rafforzano il regime di separatezza dei patrimoni dei comparti di Sicav/Sicaf in gestione interna.

civile (nullità del patto leonino) con riferimento alla disciplina statutaria delle modalità di partecipazione agli utili e alle perdite delle società. Infine, per assicurare la conformità alle norme europee sulla disciplina societaria (direttiva 2017/1132) con riferimento alla unitarietà del capitale sociale e alla distribuzione dei dividendi, si precisa che le azioni di ciascun comparto rappresentano in ogni caso una frazione del capitale sociale.

Il comma 6-*bis* chiarisce la nozione di patrimonio generale, introdotta dalla legge n. 21 del 2024, la cui composizione e alimentazione è stabilita nello statuto della Sicav e Sicaf in gestione interna. Il patrimonio generale assicura tra l'altro il rispetto del requisito di fondi propri, fissati nella disciplina secondaria della Banca d'Italia, che nelle Sicav e Sicaf in gestione interna rappresenta il primo presidio a fronte dei rischi connessi con la complessiva attività di gestione collettiva del proprio patrimonio.

Il comma 6-*ter*, in linea con l'obiettivo del legislatore di realizzare il rafforzamento del regime di separatezza dei comparti costituiti all'interno della Sicav o Sicaf, specifica ulteriormente, rispetto alle modifiche introdotte dalla legge n. 21 del 2024, gli ambiti di applicazione del regime di separatezza: essi si estendono anche alle azioni dei creditori di un comparto, che non possono rivalersi sul patrimonio di comparti diversi; inoltre, degli atti compiuti in relazione alla gestione di un singolo comparto che non recano espressa menzione del comparto stesso risponde la società anche con il suo patrimonio generale, mentre non ne rispondono gli altri comparti con i propri patrimoni, salvo che in caso di obbligazioni derivanti da fatto illecito.

Da un lato è sostituito il termine "obbligazioni contratte per conto del singolo comparto" con "obbligazioni relative al singolo comparto" e dall'altro è introdotto l'inciso "ivi incluse quelle di natura tributaria". Le modifiche consentono di impedire che la norma sulla segregazione patrimoniale trovi applicazione ai soli casi di obbligazioni derivanti da un contratto, escludendo invece da tale regime tutte le altre tipologie di obbligazioni che – ancorché non derivino da un contratto – siano comunque riferibili all'Oicr (sia esso fondo comune di investimento, Sicav, Sicaf o loro comparti), in quanto comunque originate dai beni o diritti che lo compongono, ivi incluse quelle di natura tributaria.

I precedenti commi 6-*bis* e 6-*ter* introdotti dalla legge n. 21 del 2024 sono eliminati. Il primo, secondo cui ogni comparto di Sicav e Sicaf costituisce a ogni effetto un Oicr, in quanto la formulazione è superflua alla luce di quanto previsto dall'articolo 35-*bis*, comma 6-*ter*, del TUF per le Sicav e Sicaf multicomparto in gestione interna e dall'articolo 38, comma 3, del TUF per le Sicav e Sicaf multicomparto in gestione esterna. Il secondo, in base al quale la distribuzione dei proventi relativi al singolo comparto può avvenire anche in assenza di utili complessivi della società, per assicurare, con riferimento alle Sicaf, la conformità con il dettato della direttiva (UE) 2017/1132 in materia di diritto societario. Per le Sicav si fa riferimento all'articolo 35-*quater*, comma 5-*bis*.

La **lettera h)** modifica l'articolo 35-*ter* del TUF al fine di precisare al primo comma che la norma in questione si applica alle Sicaf e Sicav in gestione interna autorizzate.



La **lettera i)** modifica l'articolo 35-*quater* del TUF che disciplina le caratteristiche del capitale e delle azioni della Sicav in gestione interna autorizzata.

Il comma 1 è stato integrato con alcune previsioni riguardanti il rimborso, anche in caso di recesso o conversione in altri strumenti, delle azioni sottoscritte a fronte dei conferimenti che costituiscono il patrimonio generale della Sicav in gestione interna. Considerato che la forma aperta della Sicav deve contemperarsi con gli obblighi della società in materia di adeguatezza patrimoniale e che le modifiche introdotte dalla legge n. 21 del 2024 specificano più compiutamente il regime di separatezza dei comparti e introducono il patrimonio generale delle società di investimento in gestione interna, si prevede che detto rimborso sia soggetto ad autorizzazione della Banca d'Italia e che esso possa essere limitato laddove ciò sia necessario per assicurare il rispetto dei requisiti patrimoniali. Questa precisazione assicura il rispetto nel continuo dei requisiti prudenziali e di fondi propri, condizione indispensabile per l'esercizio della gestione collettiva da parte della Sicav e presidio per lo svolgimento della relativa operatività.

I commi da 2 a 5 precisano che le norme in questione si applicano alle Sicaf e Sicav in gestione interna.

Il nuovo comma 5-*bis* disciplina la distribuzione dei proventi nelle Sicav in gestione interna con uno o più comparti. Per le sole Sicav in gestione interna, la possibilità di distribuire i proventi dei singoli comparti in mancanza di utili complessivi è in linea con le disposizioni della direttiva societaria (direttiva (UE) 2017/1132, articolo 56, paragrafi 1 e 7) e specifica quanto previsto dalle relative norme civilistiche (articolo 2433, commi 2 e 3, del Codice civile in relazione al requisito che subordina la distribuzione all'effettivo conseguimento).

Tenuto conto delle specificità delle Sicav in gestione interna, si chiarisce inoltre che la distribuzione non può in ogni caso mettere a repentaglio la sana e prudente gestione della società, che i proventi distribuibili sono quelli realmente conseguiti e asseverati dal revisore contabile e che le perdite relative al singolo comparto sono imputate esclusivamente al patrimonio del comparto.

Al sesto comma si precisa che la norma in questione si applica alle Sicav in gestione interna. Alla lettera c) si prevede che lo statuto precisa i criteri per la ripartizione delle spese generali e dei proventi tra i vari comparti e il patrimonio generale.

Il comma 7 è modificato per rendere applicabile anche alle Sicav in gestione interna l'articolo 2348, commi secondo e terzo, del Codice civile, che disciplina la possibilità di prevedere nello statuto categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne l'incidenza delle perdite e stabilisce che tutte le azioni di una stessa categoria conferiscono uguali diritti.

Al comma 8 si precisa che la norma in questione si applica alle Sicav in gestione interna.

La **lettera l)** modifica l'articolo 35-*quinquies* del TUF che disciplina le caratteristiche del capitale e delle azioni della Sicaf in gestione interna autorizzata.

Nei commi da primo a quarto si precisa che le norme in questione si applicano alle Sicaf in gestione interna.



Al comma 4, lettera c), si dispone che per ogni comparto sono emesse una o più categorie di azioni o di strumenti finanziari partecipativi. La lettera e) precisa che la lettera in questione si applica alle Sicaf in gestione interna.

Il comma 5 è modificato per ripristinare l'applicazione dell'articolo 2351 codice civile, comma 2, ultimo periodo, già esclusa dalla legge n. 21 del 2024. La circostanza che il valore di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato o subordinato possa complessivamente superare la metà del capitale sociale non è coerente con la struttura di Oicr societario, che si fonda sulla natura di investitore-socio ed è contrario al principio generale che prevede la partecipazione del socio alle vicende della società.

Il nuovo comma 5-bis specifica che l'articolo 2438 del codice civile, riguardante il divieto di effettuare aumenti di capitale fino a che le azioni già emesse non siano interamente liberate, si disapplica esclusivamente con riferimento alle azioni relative ai comparti della Sicaf in gestione interna, mentre si applica alle azioni sottoscritte dai soci gestori relative al patrimonio generale.

Al comma 6, relativo al divieto di emissione di obbligazioni, si precisa che la norma in questione si applica alle Sicaf in gestione interna.

La **lettera m)** modifica l'articolo 35-*sexies* del TUF precisando che la norma in questione si applica alle Sicav in gestione interna.

La **lettera n)** modifica l'articolo 35-*septies* del TUF precisando, ai commi 1 e 2, che le norme in questione si applicano alle Sicav in gestione interna e alle Sicaf in gestione interna autorizzate.

La **lettera o)** modifica l'articolo 35-*octies* del TUF. Al primo comma e ai commi secondo e settimo si precisa che le norme in questione si applicano, rispettivamente, alle Sicav in gestione interna autorizzate e alle Sicaf in gestione interna e Sicav in gestione interna autorizzate. Al comma 3 si elimina il riferimento all'articolo 97 del T.U. bancario, in quanto espressamente richiamato nelle nuove previsioni dedicate di cui all'articolo 57-bis.

La **lettera p)** dopo l'articolo 35-*novies* del TUF, inserisce una nuova sezione II-bis che reca la disciplina delle società di partenariato in gestione interna autorizzate, articolata in sei articoli. Più specificamente:

Articolo 35-novies.1 - Autorizzazione della società di partenariato in gestione interna

Il decreto legislativo introduce nell'ordinamento italiano le società di partenariato quali società in accomandita per azioni abilitate alla gestione collettiva del risparmio per l'investimento nelle forme del *private equity* e del *venture capital*.

La società di partenariato si ispira alla figura della Limited Partnership che in vario modo è già operante in particolare nel Regno Unito, in Lussemburgo e in Francia nell'ambito del *private equity* e del *venture capital*.

La forma societaria è quella dell'accomandita per azioni, con alcuni adattamenti per la peculiare realtà delle esperienze societarie di sostegno finanziario alternativo alle imprese.



Il modello dell'accomandita offre chiarezza circa l'assetto degli interessi, ripartito tra investitori-accomandanti e *general partner*-accomandatario cui è normalmente affidata la conduzione della società secondo i suoi progetti di investimento.

L'uso di un modello societario riconoscibile e chiaro nei suoi assetti dovrebbe agevolare l'utilizzo anche da parte di investitori esteri.

La personalità giuridica propria delle società in accomandita per azioni assicura certezza nella destinazione dei capitali conferiti agli investimenti. È inoltre prevista un'ampia autonomia statutaria con riguardo agli aspetti patrimoniali, che rende possibile adattare lo schema organizzativo alle esigenze concrete; al contempo, il ricorso alla forma dell'accomandita per azioni permette di poter fare sicuro riferimento, all'occorrenza, al corpo organico costituito dalla disciplina generale del codice civile, specie per gli aspetti attinenti al funzionamento degli organi.

La società di partenariato si aggiunge alle forme organizzative fruibili per la gestione collettiva del risparmio, con l'oggetto delimitato al *private equity* e al *venture capital*.

La normativa europea e nazionale già prevedono alcune agevolazioni per gli investimenti nel settore, con requisiti specifici; il rispetto di tali requisiti sarà necessario affinché la società di partenariato possa fruire delle agevolazioni in questione.

La società di partenariato si innesta nelle regole che il TUF dedica alla gestione collettiva del risparmio e pertanto la società stessa potrà essere gestita internamente (qualificandosi come gestore) o esternamente (qualificandosi come Oicr societario in gestione esterna); nel primo caso, la società potrà alternativamente operare sotto il regime dei gestori autorizzati o dei GEFIA sotto soglia registrati, secondo le previsioni della AIFMD, osservandone le relative regole come integrate dalle norme nazionali.

Dall'inquadramento delle società di partenariato tra gli Oicr discende l'applicabilità di quanto previsto dall'ordinamento tributario per gli Oicr, ad esempio in materia di redditi d'impresa (articolo 73 del Testo unico delle imposte sui redditi).

Le nuove norme si applicano a partire da nove mesi successivi all'entrata in vigore delle modifiche al Testo Unico (termine entro il quale dovranno essere adottate le disposizioni secondarie di attuazione e gli interventi di adeguamento degli albi e registri di vigilanza, cfr. articolo 11 del presente decreto); da quel momento sarà possibile costituire le società di partenariato, ferma la facoltà per la Banca d'Italia, ove ne ravvisi l'esigenza, di emanare ulteriori disposizioni attuative.

Il comma 1 del nuovo articolo 35-*novies*.1 detta le condizioni di autorizzazione delle società di partenariato in gestione interna, fermo restando che in caso di gestione esterna non è prevista alcuna autorizzazione data l'assimilazione della società a un fondo-prodotto.

In particolare, la forma della società in accomandita per azioni è qualificata dall'adozione necessaria del modello *governance* connotato dalla presenza dell'assemblea, di un consiglio di amministrazione e di un collegio sindacale. Pertanto, i soci accomandanti si vedono riconosciuti i diritti corporativi a presidio dell'investimento.

La società di partenariato deve avere sede legale e direzione generale nel territorio della Repubblica.



Trattandosi di una sapia abilitata alla gestione collettiva del risparmio, la Banca d'Italia può stabilire requisiti patrimoniali addizionali al requisito di capitale di diritto comune.

L'inclusione della società di partenariato tra i soggetti abilitati alla gestione collettiva del risparmio fa sì che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo debbano essere idonei, secondo quanto previsto dall'articolo 13 del TUF, così come dovrà applicarsi la normativa di vigilanza sulle partecipazioni qualificate, sulla compatibilità del gruppo con un effettivo esercizio della vigilanza, sul programma d'attività e sulla struttura organizzativa.

L'autorizzazione implicherà anche la verifica che lo statuto preveda quale oggetto sociale esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del *private equity* e del *venture capital* del patrimonio raccolto.

Quale FIA italiano riservato, la società di partenariato può essere partecipata solo da investitori professionali e da investitori appartenenti alle categorie individuate dal Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, ai sensi dell'articolo 39. Inoltre, come già chiarito a livello definitorio (nuovo articolo 1, comma 1, lettera *i-quater*.1), la società di partenariato assume obbligatoriamente la forma di Oicr chiuso.

Della ricorrenza delle predette condizioni viene dato atto nel provvedimento autorizzativo.

Il comma 2 prevede la funzionalizzazione della società all'investimento del suo patrimonio, implicando la necessità che la società di nuova costituzione veda dotarsi del suo capitale sottoscritto prontamente, entro trenta giorni dalla sua autorizzazione, e che i soli conferimenti ammessi siano quelli in denaro.

In forza del comma 3, la Banca d'Italia, sentita la Consob, deve esercitare un potere regolamentare specificamente preordinato a:

- a) disciplinare la procedura di autorizzazione e le ipotesi di decadenza dalla stessa, ferma restando l'inammissibilità di una costituzione per pubblica sottoscrizione;
- b) individuare la documentazione da trasmettere con la richiesta di autorizzazione.

Il comma 4 dispone che, in sede di autorizzazione, la Banca d'Italia attesti la conformità dello statuto alle norme applicabili.

Il comma 5 prevede che la denominazione di società di partenariato si integra con quella di società in accomandita per azioni, specificandola.

Il comma 6 precisa che alla società di partenariato non si applicano gli articoli 2333, 2334, 2335 e 2336 del Codice civile.

Il settimo comma dispone che l'attività di investimento si possa esplicare mediante la costituzione di più comparti separati, nel qual caso si applicheranno le norme sulla separazione patrimoniale previste per le Sicaf.

Articolo 35-novies.2 - Albo delle società di partenariato in gestione interna

La società di partenariato in gestione interna autorizzata è inserita nel sistema di vigilanza che trova il suo fulcro amministrativo nell'iscrizione in un apposito albo, i cui estremi vanno menzionati negli atti e nella corrispondenza, in considerazione della fiducia pubblica riposta nei requisiti cui è subordinata la sottoposizione a vigilanza.



Il comma 1 dispone che le società di partenariato sono iscritte in apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.

Il comma 2 dispone che la Banca d'Italia comunica alla Consob l'avvenuta iscrizione.

Il comma 3 impone che le società di partenariato iscritte al predetto albo debbano nelle proprie comunicazioni indicare gli estremi di iscrizione.

Articolo 35-novies.3 - Capitale e azioni della società di partenariato in gestione interna autorizzata

L'articolo 35-novies.1 prevede, al comma 7, la possibilità per la società di partenariato di creare dei comparti autonomi attraverso i quali investire parti del patrimonio raccolto, che restano a ogni effetto distinti e a sé stanti in virtù della separazione patrimoniale.

In relazione a quanto precede, il comma 1 dispone che alla società di partenariato sia inapplicabile la disciplina codicistica sui patrimoni destinati.

Nel comma 2 è sancito il principio di autonomia statutaria in materia patrimoniale, nel quale è riposta la capacità giuridica ed effettiva della società di partenariato di soddisfare le molteplici esigenze delle diverse categorie di investitori-accomandanti; l'elencazione contenuta nel comma medesimo è dunque meramente esemplificativa per quanto riguarda le direzioni nelle quali l'autonomia può esercitarsi, pur avendo la stessa valenza prescrittiva laddove ad esempio richiede che la creazione di comparti d'investimento debba essere prevista nello statuto, che ivi debbano essere indicate le diverse categorie di azioni o di strumenti finanziari partecipativi emesse per i diversi comparti e che sempre nello statuto siano stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali e dei proventi tra i vari comparti e il patrimonio generale.

È dunque essenziale che l'autonomia societaria nella definizione dei diritti di natura patrimoniale della società di partenariato si espliciti attraverso e nello statuto, che va accluso alla domanda di autorizzazione.

Il comma 3 dispone che non si applichino alle società di partenariato gli articoli 2349, 2350, commi secondo e terzo, 2353 e 2355-bis, commi primo e secondo, del Codice civile.

Un limite all'autonomia societaria nella definizione dei diritti di natura patrimoniale è l'impossibilità di emettere obbligazioni (comma 5). La società di partenariato può reperire risorse sia con capitale di rischio, con strumenti partecipativi e può anche indebitarsi purché l'indebitamento non avvenga nei confronti del pubblico, dati i rischi particolari propri dell'oggetto sociale.

Articolo 35-novies.4 - Modifiche dello statuto e diritto di recesso

La peculiare funzione delle società di partenariato, quali sapa destinate esclusivamente all'investimento in determinati progetti, attenua – senza eliminarle – le esigenze di tutela corporativa dei soci accomandanti-investitori, reputandosi che la soddisfazione dei loro interessi si realizzi essenzialmente nel successo delle imprese finanziate e nel correlato ritorno economico.

Il comma 1 prevede che l'autonomia statutaria possa esplicitarsi, oltre che in ambito patrimoniale, anche sui *quorum* occorrenti in assemblea per le modifiche statutarie in deroga all'articolo 2460 del codice civile, che richiede le maggioranze prescritte per l'assemblea straordinaria della società per azioni, ferma restando la necessità di approvazione da parte di ciascuno dei soci accomandatari.



La società di partenariato è costituita per investire in società non quotate nelle forme del *private equity* e del *venture capital* (la cui definizione consente tuttavia di investire ulteriormente nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione), che implicano tendenzialmente l'esigenza di un vincolo dell'investimento a medio termine. Un'ulteriore manifestazione della specialità della società di partenariato, anch'essa determinata dal suo oggetto sociale, risiede dunque nella riduzione delle causali di recesso rispetto a quanto previsto nell'articolo 2437 del codice civile. È in tal caso direttamente il comma 2 a stabilire tassativamente le possibili cause di recesso, senza possibilità di deroga statutaria.

Articolo 35-novies.5 - Scioglimento e liquidazione volontaria

L'articolo disciplina lo scioglimento e la liquidazione volontaria delle società di partenariato facendo riferimento in linea generale alla disciplina prevista nel Codice civile per lo scioglimento e la liquidazione delle società di capitali, nei limiti della compatibilità.

Il comma 1 prevede alcune deroghe alla disciplina di diritto comune per informare le Autorità di vigilanza dell'attivazione della procedura di scioglimento.

Il comma 2 dispone che la nomina e revoca dei liquidatori sia una competenza dell'assemblea straordinaria, con la maggioranza prevista dall'articolo 2487. Si segnala che è altresì applicabile, ai sensi del nuovo articolo 57-*bis*, anche l'articolo 97 del T.U. bancario cosicché, se la procedura di liquidazione "non si svolge con regolarità o con speditezza, la Banca d'Italia può disporre la sostituzione dei liquidatori, nonché dei membri degli organi di sorveglianza, determinandone il relativo compenso a carico della società".

Il comma 3 assoggetta l'attività dei liquidatori alle disposizioni stabilite dalla Banca d'Italia per la liquidazione dell'attivo.

Il comma 4 dispone che il bilancio di liquidazione vada sottoposto al giudizio della società di revisione.

Il comma 5 dispone che il bilancio di liquidazione vincola tanto i liquidatori quanto il depositario nel rimborso delle azioni e degli strumenti finanziari partecipativi.

Il comma 6 rimanda per quanto non disciplinato dal presente articolo alle disposizioni del libro V, titolo III, capo VIII del codice civile in quanto compatibili.

Art. 35-novies.6 - Disposizioni applicabili

Il comma 1 dispone che alle società di partenariato si applichino in quanto compatibili le disposizioni relative alla società in accomandita per azioni, di cui al Libro V, Titolo V, Capo VI del codice civile.

Il comma 2 attribuisce alla Banca d'Italia il potere di emanare disposizioni applicative della Sezione dedicata alle società di partenariato a gestione interna autorizzate.

Trattasi di una mera facoltà della Banca d'Italia; pertanto, anche in caso di non utilizzo della medesima, le norme primarie troveranno comunque applicazione decorso il termine di nove mesi dal momento della loro entrata in vigore (cfr. articolo 11 del presente decreto).

Qualora la Banca d'Italia si avvalga del suo potere normativo, potrà disporre quanto ritenuto necessario o utile ai fini della migliore applicazione delle



norme primarie dedicate alle società di partenariato, anche per gli aspetti di diritto societario, nel rispetto dei principi fissati per l'esercizio dei poteri regolamentari previsti nell'articolo 6 e fermo il potere regolamentare di cui all'articolo 35-*novies*.1, comma 3.

La **lettera q)** modifica l'articolo 35-*decies* del TUF sostituendo al comma 1 l'espressione «Sgr, Sicaf e Sicav» con quella di «gestori autorizzati».

Si aggiunge un nuovo comma 1-*bis*, che prevede, in capo ai gestori alle Sgr autorizzati, un obbligo di collaborazione con i liquidatori dell'Oicr gestito, in particolare fornendo le informazioni e la documentazione utili allo svolgimento dell'incarico liquidatorio.

La **lettera r)** abroga l'articolo 35-*undecies* del TUF alla luce del nuovo regime dei gestori sotto soglia.

La **lettera s)** modifica l'articolo 35-*duodecies* del TUF eliminando dal secondo comma l'espressione “gestori autorizzati” e sostituendola con “gestori”. Di conseguenza, il comma 1 trova applicazione a tutti i gestori (anche sotto soglia registrati), in virtù del comma 2 solo i gestori autorizzati sono soggetti alla vigilanza in *subiecta materia*.

La **lettera t)** dopo l'articolo 35-*duodecies* del TUF inserisce l'articolo 35-*terdecies*, dispone che il presente articolo si applichi qualora non ricorrano i presupposti per l'apertura della liquidazione coatta amministrativa.

Il comma 2 elenca le ipotesi di revoca dell'autorizzazione.

Al comma 3 è inserita la specificazione per cui, a seguito della revoca dell'autorizzazione dei gestori, che costituisce causa di scioglimento della società, gli Oicr gestiti sono liquidati ovvero ceduti dalla società. La norma mira a sottolineare che la società non può essere sciolta prima che gli Oicr gestiti siano stati tutti liquidati/ceduti.

Il comma 4 estende l'applicazione della presente disciplina anche ai GEFIA extra europei autorizzati ai sensi dell'articolo 41-*quater* del TUF.

La **lettera u)** dopo l'articolo 35-*terdecies* del TUF inserisce il capo I-*Ter* dedicato alla disciplina dei gestori sotto soglia registrati, così articolato:

Articolo 35-*quaterdecies* - Registrazione

L'articolo 35-*quaterdecies* detta la disciplina per la registrazione dei GEFIA sotto soglia registrati da parte della Banca d'Italia, su istanza della società interessata.

Il comma 1 elenca le condizioni per la registrazione delle Sgr sotto soglia registrate (forma giuridica, sede legale e direzione generale, statuto, denominazione sociale, requisiti degli esponenti aziendali, soglie dimensionali, identificazione dei FIA gestiti, categorie di sottoscrittori) che riproducono in sostanza quanto previsto dall'articolo 3, paragrafo 3 della AIFMD, il quale, in deroga alle disposizioni dettate dalla direttiva per i GEFIA “sopra soglia”, individua le sole disposizioni applicabili ai GEFIA che non superano le soglie dimensionali stabilite dallo stesso articolo. L'articolo 35-*quaterdecies* specifica che, ai fini del calcolo delle soglie, rilevano anche le masse gestite da entità



del gruppo di appartenenza, secondo le forme di controllo previste dall'articolo 23 del T.U. bancario.

La normativa europea dà anche facoltà agli Stati membri di prevedere norme più rigorose; nell'esercizio di tale facoltà, l'articolo 35-*quaterdecies* prevede requisiti di onorabilità in capo agli esponenti aziendali. Inoltre, i GEFIA sotto soglia registrati non potranno assumere, anche con riferimento agli Oicr gestiti, il ruolo di "cedenti", "prestatori originari" o società veicolo ("SSPE") di operazioni di cartolarizzazione, né assumere posizioni verso cartolarizzazioni se diversi dal cedente o dal prestatore originario. Le operazioni di cartolarizzazione sono soggette a un articolato *framework* normativo che tiene conto di specifiche esigenze di tutela, anche di carattere pubblicistico, connesse a siffatte operazioni. A livello europeo, il regolamento (UE) 2017/2402 (SECR) impone specifici obblighi in capo ai vari soggetti coinvolti ("cedenti", "prestatori originari", "società veicolo" e "investitori istituzionali") e attribuisce puntuali compiti di supervisione alle Autorità di vigilanza; ulteriori obblighi sono previsti a livello nazionale, tra l'altro, dalla legge 30 aprile 1999, n. 130. A fronte di tale complesso quadro normativo e delle relative finalità, l'inibizione ai GEFIA sotto soglia registrati dell'operatività, a qualsiasi titolo, in operazioni di cartolarizzazione, anche a valere sul patrimonio dei FIA gestiti è coerente con le valutazioni di proporzionalità che giustificano la disapplicazione del regime di autorizzazione in luogo del più favorevole regime di mera registrazione.

Il comma 2 elenca le condizioni per la registrazione delle Sicaf sotto soglia registrate.

Il comma 3 elenca le condizioni per la registrazione delle società di partenariato sotto soglia registrate.

Il comma 4 richiede di trasmettere alla Banca d'Italia, in sede di registrazione, una relazione sull'assetto organizzativo e dei controlli finalizzati al rispetto degli obblighi di cui al decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 e relative disposizioni attuative (di seguito obblighi "AML").

Il comma 5 stabilisce che la registrazione è negata quando non ricorrono le condizioni di cui ai precedenti commi.

Il comma 6 assegna alla Banca d'Italia il compito di informare la Consob dell'avvenuta registrazione. La disciplina non prevede, infatti, un intervento formale della Consob nella fase di registrazione.

Il comma 7 prevede l'obbligo per i GEFIA sotto soglia registrati di informare la Banca d'Italia di qualsiasi modifica delle condizioni per la registrazione.

Il comma 8 indica la procedura da seguire nel caso di superamento non temporaneo delle soglie dimensionali cui è subordinata la registrazione, prescrivendo che il GEFIA sotto soglia registrato debba richiedere, entro 30 giorni dalla data della comunicazione alla Banca d'Italia del superamento non temporaneo, l'autorizzazione per l'iscrizione all'Albo dei gestori "sopra soglia".

Il termine di 30 giorni di calendario è indicato dall'articolo 4 del regolamento delegato (UE) 231/2013 che integra la AIFMD, il quale richiede al GEFIA sotto soglia di informare senza indugio l'autorità competente che il superamento delle soglie non è di natura temporanea. Entro tale termine va avviato l'iter per l'autorizzazione, anche fornendo informazioni che giustifichino la valutazione del GEFIA circa la non temporaneità della situazione. Il termine di 30 giorni per la richiesta di autorizzazione non va quindi considerato perentorio, ammettendo la possibilità di presentare la richiesta all'Autorità di

valutare le circostanze sopravvenute e al gestore di predisporre la necessaria documentazione per l'istruttoria autorizzativa.

Il comma 9 stabilisce che i GEFIA sotto soglia registrati indichino negli atti e nella corrispondenza, oltre che nelle eventuali comunicazioni pubblicitarie, gli estremi di iscrizione al registro e che non sono autorizzati né sottoposti alla vigilanza di sana e prudente gestione della Banca d'Italia e alla vigilanza di trasparenza e correttezza della Consob.

Il comma 10 assegna alla Banca d'Italia poteri regolamentari per l'attuazione della disciplina dei GEFIA sotto soglia registrati in materia di: procedura di registrazione e cancellazione dal registro; procedimento per l'autorizzazione come GEFIA "sopra soglia"; obblighi informativi e segnaletici; ipotesi di decadenza dalla registrazione. Il procedimento per richiedere l'autorizzazione come GEFIA "sopra soglia" va attivato sia in caso di superamento non temporaneo delle soglie dimensionali sia nel caso in cui il GEFIA sotto soglia registrato intenda assoggettarsi volontariamente al regime dei gestori "sopra soglia" (o perché intende disporre del passaporto europeo o perché non soddisfa più le condizioni per la registrazione). Tra queste rilevano la volontà di estendere l'operatività a comparti (fondi aperti, fondi di credito) o *target* di clientela non consentiti dalle norme per i GEFIA sotto soglia registrati.

Il comma 11 conferisce alla Banca d'Italia il potere di emanare ulteriori disposizioni attuative del relativo capo.

Articolo 35 quinquiesdecies-cancellazione dal registro

Il comma 1 stabilisce le ipotesi di cancellazione dal registro dei GEFIA sotto soglia registrati e conferisce tale potere alla Banca d'Italia.

Il comma 2 impone a seguito dell'avvenuta cancellazione dal registro la liquidazione o la cessione dei FIA gestiti.

Il comma 3 impone di comunicare alla Banca d'Italia l'avvenuta liquidazione o cessione dei FIA gestiti.

Articolo 35-sexiesdecies - Disposizioni sull'attività dei GEFIA sotto soglia registrati.

L'articolo 35-sexiesdecies contiene le disposizioni che i GEFIA sotto soglia registrati devono osservare nel condurre la loro attività, in aggiunta a quelle contenute negli atti dell'Unione europea direttamente applicabili a tali GEFIA e a quanto strettamente previsto dall'articolo 3 della AIFMD, che individua il contenuto minimo delle previsioni applicabili ai gestori sotto soglia e dalle pertinenti norme di esecuzione europee.

Il comma 1 dispone che il GEFIA sotto soglia registrato determina il valore delle attività gestite in conformità ai criteri di valutazione previsti nel regolamento o nello statuto dei FIA gestiti, purché coerenti con i criteri di valutazione per i gestori, individuati con regolamento della Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 5). La norma richiama quanto previsto dal regolamento delegato UE 231/2013 che integra la AIFMD per quanto riguarda, ai fini che qui rilevano, il calcolo delle attività gestite e della leva finanziaria funzionali a godere della deroga prevista dall'articolo 3 della AIFMD. L'articolo 2, comma 1, lettera b), del regolamento delegato 231/2013 prevede infatti che il GEFIA comunichi il portafoglio di attività di ciascun FIA gestito e determini, "conformemente alle regole di valutazione previste dalla legge del paese in cui il FIA è stabilito e/o dal regolamento o dai



documenti costitutivi del FIA”, il valore corrispondente delle attività gestite, incluse tutte le attività acquisite mediante la leva finanziaria.

Il comma 1 prevede altresì che le Sgr sotto soglia registrate per i FIA gestiti, le Sicaf sotto soglia registrate e le società di partenariato sotto soglia registrate possono adottare gli schemi e le modalità di redazione dei prospetti contabili stabiliti dalla Banca d'Italia nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Questa previsione fornisce un utile riferimento agli operatori ai fini della redazione dei propri prospetti contabili, a beneficio degli investitori o dei revisori contabili che già sono adusi a questi schemi.

Il comma 2 vieta ai GEFIA sotto soglia registrati di istituire strutture *master-feeder* in quanto la normativa prevede che il gestore rispetti requisiti di tipo organizzativo che richiederebbero controlli puntuali da parte delle Autorità.

Il comma 3 richiama principi di carattere generale del diritto che rilevano particolarmente in ambito contrattuale. Il GEFIA sotto soglia registrato, indipendentemente dalle norme del diritto speciale applicabile, deve svolgere la propria attività con la diligenza professionale richiesta dalla natura dell'incarico, adoperandosi con tutto quanto necessario per soddisfare al meglio gli interessi degli investitori. In tal senso:

- a) opera con correttezza e trasparenza;
- b) riduce al minimo il rischio di conflitti di interesse;
- c) dispone di risorse adeguate e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dell'attività.

Il rispetto di questi principi, la cui eventuale violazione è sindacabile direttamente dall'Autorità giudiziaria, rappresenta un valore imprescindibile per preservare l'integrità del mercato e salvaguardare la fiducia degli investitori e la reputazione degli stessi gestori.

Il comma 4 applica agli esponenti aziendali, che sono tenuti a rispettare requisiti di onorabilità, le disposizioni concernenti la sospensione temporanea della carica di cui al regolamento previsto dall'articolo 13 del TUF, nonché, limitatamente ai requisiti di onorabilità, l'articolo 13, commi 5 e 6, del TUF in tema di dichiarazione di decadenza per difetto dei requisiti.

Il comma 5 attribuisce all'organo che svolge la funzione di controllo del GEFIA sotto soglia registrato la responsabilità di segnalare senza indugio alle Autorità di vigilanza tutti gli atti o i fatti, di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano costituire una violazione delle condizioni per la registrazione. La disposizione riprende in parte quanto previsto dall'articolo 8, comma 3, del TUF circoscrivendo però gli obblighi informativi nei confronti delle Autorità al perimetro delle sole norme applicabili al GEFIA, in particolare alle condizioni per la registrazione. La norma merita di essere commentata anche sotto altro centrale aspetto. Nell'impostazione della disciplina dei GEFIA sotto soglia registrati, la figura dell'organo di controllo è riconosciuta quale punto cardine per assicurare la vigilanza sull'osservanza delle regole, nonché l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile del GEFIA, così come previsto dalle norme codicistiche, che attribuiscono all'organo appositi poteri per esercitare i suoi compiti e specifici profili di responsabilità. Esso è individuato quindi quale unico e diretto interlocutore della Vigilanza, fermi i poteri informativi attribuiti alla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35-*septiesdecies*, comma 2, lettera b) (che consente di chiedere dati, notizie e documenti anche al revisore e al depositario).



Il comma 6 riguarda la revisione legale, cui i GEFIA sotto soglia registrati sono sottoposti in quanto inseriti tra gli enti sottoposti a regime intermedio in virtù di un intervento operato sul decreto legislativo n. 39 del 2010 (cfr. *infra*, *sub* art. 10 del decreto). Il comma richiama l'articolo 159, comma 1, del TUF in base al quale il GEFIA sotto soglia registrato deve informare tempestivamente la Consob in caso di ritardo nell'affidamento dell'incarico di revisione legale. Inoltre, il soggetto incaricato della revisione legale deve provvedere a rilasciare un giudizio anche sul rendiconto del fondo comune di diritto italiano. Coerentemente con quanto commentato con riferimento al comma 5, è disapplicato il comma 4 dell'articolo 8 del TUF che attiene agli obblighi informativi del soggetto incaricato della revisione legale nei confronti delle Autorità di vigilanza con riferimento alle irregolarità riscontrate nello svolgimento dell'incarico, che quindi dovranno essere comunicate agli organi aziendali per l'eventuale seguito di competenza da parte dell'organo di controllo.

Il comma 7 individua le ulteriori norme applicabili ai GEFIA sotto soglia registrati. Tra queste rileva la disapplicazione degli obblighi informativi del depositario nei confronti delle Autorità di vigilanza, di cui al comma 4 dell'articolo 47 del TUF, in coerenza con l'approccio adottato con riferimento ai precedenti commi 5 e 6. Attesa l'esclusione per i GEFIA sotto soglia registrati di una vigilanza di tipo prudenziale e di condotta a livello individuale da parte delle autorità di vigilanza, la corretta prestazione del servizio di gestione collettiva, in tutte le sue articolazioni, è rimessa alla responsabilità delle parti. In questa prospettiva il depositario, nell'ambito del suo mandato e in base agli accordi definiti con il gestore, riferirà delle irregolarità riscontrate agli organi aziendali del gestore, ivi compreso l'organo con funzioni di controllo che mantiene anche nell'attuale assetto un ruolo centrale di interlocuzione con l'autorità.

I commi 8 e 9 individuano le ulteriori norme applicabili, in quanto compatibili, rispettivamente alle Sicaf sotto soglia registrate e alla società di partenariato sotto soglia registrate. In particolare, è esclusa l'applicazione delle disposizioni sul patrimonio generale, poiché i GEFIA sotto soglia registrati non sono soggetti a requisiti patrimoniali specifici (oltre l'obbligo del capitale iniziale minimo conformemente alle norme civilistiche).

Per le società di partenariato sotto soglia registrate (comma 9) lo statuto può prevedere deroghe ai quorum assembleari previsti dall'articolo 2460 del codice civile per le modificazioni statutarie (rinvio all'articolo 35-novies.4), nonché cause di recesso ulteriori rispetto a quelle previste tassativamente per le società di partenariato autorizzate nell'articolo 35-novies.4, potendone disciplinare anche le modalità e le condizioni di esercizio; per tali cause ulteriori di recesso si applica l'articolo 2437-ter del codice civile che regola la liquidazione delle azioni e la determinazione del loro valore. Anche in questo caso, in analogia con quanto previsto per le Sicaf sotto soglia registrate, si applica l'articolo 35-novies.5, commi 1, 2, relativo alla procedura di scioglimento e liquidazione.

Il comma 9 richiama altresì l'articolo 35-novies.6 che attribuisce alla Banca d'Italia il potere di emanare ulteriori disposizioni applicative con riferimento alle società di partenariato in gestione interna autorizzate. Tale potere normativo, per quanto riguarda le società di partenariato in gestione interna registrate, è funzionale a regolare le caratteristiche della forma societaria di *limited partnership*  *open-ended fund*  *in approved form*  *and*  *capital*, e non deve

intendersi riferito all'esercizio di poteri regolamentari inerenti alla vigilanza prudenziale e di tutela. Per la medesima ragione, la disciplina generale che si applica alle società di partenariato sotto soglia registrate è quella dedicata dal Codice civile alle società in accomandita per azioni, in quanto non derogata dalle disposizioni speciali previste nel TUF e nei limiti della compatibilità.

Articolo 35-septiesdecies - Poteri delle Autorità

L'articolo 35-septiesdecies individua i poteri della Banca d'Italia e della Consob nei confronti dei GEFIA sotto soglia registrati in coerenza con l'impostazione adottata, che ne circoscrive l'estensione.

Il comma 1 stabilisce che Banca d'Italia e Consob esercitano sui GEFIA sotto soglia unicamente i poteri indicati nel presente articolo.

Il comma 2 identifica i poteri della Banca d'Italia, che hanno esclusivo riguardo alle condizioni per la registrazione, in quanto Autorità competente all'iscrizione dei GEFIA nel registro, e al contenimento del rischio sistemico (il considerando 17 della AIFMD recita che "sebbene sia improbabile che le attività dei GEFIA in questione abbiano conseguenze significative a livello individuale per la stabilità finanziaria, potrebbe accadere che, congiuntamente, tali attività generino rischi sistemici", di tal che l'articolo 3(3) lettera d), della direttiva prevede che tali GEFIA "forniscano periodicamente alle autorità competenti del loro Stato membro d'origine informazioni sui principali strumenti in cui negoziano e sulle principali esposizioni e più importanti concentrazioni dei FIA che gestiscono al fine di consentire alle autorità competenti di monitorare efficacemente il rischio sistemico"). In tale ambito la Banca d'Italia ha il potere di: imporre misure per il contenimento del rischio; chiedere informazioni e la trasmissione di documenti ai GEFIA e al relativo personale, al soggetto incaricato della revisione dei conti e al depositario; convocare gli esponenti e il personale del GEFIA sotto soglia registrato; effettuare ispezioni nei casi di fondato sospetto di violazioni delle condizioni per la registrazione o di grave rischio sistemico. Restano impregiudicati i poteri di supervisione in materia AML attraverso l'intero apparato di strumenti e poteri di vigilanza previsti dal decreto antiriciclaggio.

Il comma 3 attribuisce alla Banca d'Italia e alla Consob i poteri derivanti da atti dell'Unione europea direttamente applicabili, secondo le rispettive competenze, con l'avvertenza che essi sono esercitati solo qualora emergano circostanze che possano integrarne la violazione. Ciò comporta che la Consob, in particolare, non sia titolare di poteri di vigilanza di tipo continuativo nei confronti dei gestori sotto soglia, ma unicamente di poteri di vigilanza "ad evento" circa il rispetto da parte dei medesimi gestori delle norme comunitarie direttamente applicabili (i.e. Regolamento SFDR; Regolamento PRIIPs, etc.). Tale proposizione ha rilevanza segnaletica nei confronti dei terzi circa i limiti di affidamento sui controlli esercitati dalle Autorità, in coerenza con la ratio sottesa alla nuova disciplina (consentire ai gestori di dimensioni più contenute un accesso al mercato più agevole prevedendo una sensibile riduzione degli adempimenti a carico dei medesimi e dei controlli su di essi).

La **lettera v)** modifica l'articolo 36 del TUF, che reca la disciplina i fondi comuni d'investimento.

Il comma 2 attribuisce alla Banca d'Italia il potere di determinare i criteri generali di redazione del prospetto informativo del fondo diverso

dal FIA riservato. A fini di semplificazione e razionalizzazione delle competenze tra Autorità è eliminato il parere della Consob, atteso che il procedimento di approvazione del regolamento è di esclusiva competenza della Banca d'Italia.

Il comma 4, in analogia con l'articolo 35-*bis*, comma 6-*ter*, regola ora in modo più compiuto il regime di separatezza patrimoniale del fondo, tra i suoi comparti, nei confronti dei quotisti, della Sgr, dei creditori della Sgr e del depositario. Analogamente, la norma specifica che delle obbligazioni relative alla gestione del fondo o del singolo comparto, ivi incluse quelle di natura tributaria, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo o del singolo comparto.

Il comma 5 impone che nello stabilire le caratteristiche dei certificati le Autorità tengono conto anche della loro rappresentabilità in forma digitale.

La **lettera z)** modifica l'articolo 37 del TUF che definisce il contenuto minimo del regolamento del fondo comune di investimento.

Al comma 2 si introduce la nuova lettera j), riguardante il caso di fondi comuni di investimento italiani gestiti da soggetti esteri: la previsione è volta ad assicurare la collaborazione di questi ultimi con i liquidatori del fondo in caso di avvio della procedura di liquidazione giudiziale, attraverso la previsione di specifici obblighi, che includono anche la trasmissione di informazioni e documenti utili ai fini dell'attività di liquidazione.

Il comma 3 contiene la sostituzione del termine società di gestione con gestore.

Al comma 4 si apportano alcune modifiche di coordinamento.

La **lettera aa)** alla sezione II del capo II del titolo III, sostituisce la rubrica inserendo il più ampio riferimento alla nozione di "Oicr societari in gestione esterna".

La **lettera bb)** modifica l'articolo 38 del TUF, già modificato dalla legge n. 21 del 2024, che reca la disciplina delle Sicav e Sicaf che designano un gestore esterno.

La lettera f) del comma 1, relativa agli accordi che le Sicav e Sicaf in gestione esterna devono stipulare con il gestore, è integrata con il riferimento, applicabile in caso di gestore estero, agli obblighi di collaborazione di quest'ultimo nei confronti dei liquidatori della società eterogestita, in caso di liquidazione sia volontaria sia giudiziale della stessa, che devono includere anche le modalità di trasmissione di informazioni e documenti utili ai fini dell'attività liquidatoria.

Il comma 2 è integrato per specificare che alle Sicaf in gestione esterna non si applica il limite previsto dall'articolo 2433-*bis* del codice civile in materia di distribuzione di acconti sui dividendi da parte delle società per azioni, secondo cui tale facoltà è ammessa solo nelle società il cui bilancio di esercizio sia assoggettato per legge a revisione legale dei conti, secondo il regime previsto dalle leggi speciali per gli enti di interesse pubblico, di cui all'articolo 16 del decreto legislativo n. 39 del 2010 (decreto revisione). Le Sicaf non rientrano tra gli enti di interesse pubblico bensì tra gli enti sottoposti a regime intermedio di certificazione, di cui all'articolo 19-*bis* dello stesso decreto. Si ammette tuttavia tale possibilità per le Sicaf a gestione esterna data la loro natura di prodotti finanziari.

previsioni che disciplinano le distribuzioni in corso di esercizio da parte dei FIA costituiti in forma contrattuale.

I commi 3 e 3-bis definiscono il regime di separatezza applicabile alle Sicav e Sicaf in gestione esterna multicomparto, in analogia con quanto già previsto, rispettivamente, per le Sicav e Sicaf in gestione interna dall'articolo 35-bis, comma 6-ter e 6-quater e per i fondi comuni di investimento dall'articolo 36, comma 4. Elemento di specificità rispetto alle Sicav e Sicaf in gestione interna è la previsione che la Sicav o la Sicaf in gestione esterna rispondono con l'intero patrimonio della società, ivi inclusi i patrimoni dei comparti, per le obbligazioni assunte senza menzione esplicita del comparto (oltre che per quelle della società e per atto o fatto illecito). Il motivo risiede nel fatto che per questi Oicr a gestione esterna il patrimonio generale potrebbe non essere previsto oppure, ove previsto, non sufficiente ad assicurare adeguata tutela dei creditori non essendovi l'obbligo di rispettare i requisiti sui fondi propri. La diversa responsabilità tra società d'investimento a gestione interna e a gestione esterna per i casi di mancata spendita del nome del singolo comparto è necessaria per esigenze di tutela dei creditori, non essendo imposto un vincolo obbligatorio di costituzione di un patrimonio generale.

Il comma 4 disciplina le procedure da adottare in caso di scioglimento del contratto o di liquidazione del gestore esterno.

Il comma 5 contiene una riformulazione dell'attuale articolo 38, comma 6, del TUF per precisare più puntualmente la responsabilità del gestore esterno circa il rispetto dei doveri normativamente previsti, anche nei confronti delle Autorità di vigilanza, per l'attività di gestione collettiva del risparmio esercitata in base al contratto con la società gestita.

Al comma 6, la disposizione introdotta dalla legge n. 21 del 2024 nell'articolo 38, comma 7, del TUF viene integrata per meglio sostanziare i poteri delle autorità di vigilanza sulle Sicav e Sicaf in gestione esterna richiamando anche i poteri informativi e d'indagine su tali società e i poteri ingiuntivi in caso di violazioni previsti dall'articolo 7-ter TUF.

Il comma 7 dispone che la Banca d'Italia debba approvare lo statuto della Sicav e Sicaf in gestione esterna non riservate e le relative modificazioni.

Sempre con riguardo agli statuti e alle relative modificazioni concernenti le Sicav e Sicaf non riservate, non soggette ad autorizzazione preventiva, il comma 8 prevede i termini entro i quali il gestore esterno è tenuto a trasmetterne copia alla Bancad'Italia.

Il comma 9 prevede che si applichino in quanto compatibili alle Sicav e Sicaf in gestione esterna anche talune disposizioni degli articoli 35-bis, 35-quater, 35-quinquies, 35-sexies, 35-septies, 35-octies e 35-novies.

La **lettera cc)** dopo l'articolo 38 del TUF inserisce l'articolo 38-bis relativo alle società di partenariato in gestione esterna, delineandone le caratteristiche fondanti. Esse possono ricondursi per una parte a connotati comuni a tutte le società di partenariato e, per altra parte, alle specificità proprie della gestione esterna.

Sono comuni a tutte le società di partenariato i requisiti contenuti nelle lettere da a) a d) ed f) del comma 1 (forma di s.a.p.a. gestita secondo il modello tradizionale, sede legale e direzione generale nella Repubblica, capitale sociale, oggetto sociale esclusivo dell'investimento collettivo nelle forme del *private equity* e *venture capital*, riserva dell'investimento agli investitori professionali).



Altre condizioni previste nel comma 1 sono, invece, riconducibili a esigenze specifiche della gestione esterna: si dispone in particolare che lo statuto debba prevedere - con riferimento all'intero patrimonio raccolto - l'affidamento della prestazione delle attività a un gestore esterno e l'indicazione della società designata (lettera e), che siano definite procedure idonee ad assicurare la continuità della gestione in caso di sostituzione del gestore esterno (lettera g), la stipulazione con il gestore esterno di accordi per consentire al consiglio di amministrazione della società di disporre dei documenti e delle informazioni necessari a verificare il corretto adempimento degli obblighi del gestore, nonché, in caso di gestore estero, per disciplinare gli obblighi di collaborazione di quest'ultimo nei confronti dei liquidatori della società, ivi inclusa la trasmissione di ogni informazione o documentazione utile allo svolgimento dell'incarico del liquidatore (lettera h), nonché infine la stipula di un accordo tra il gestore esterno, se diverso da una Sgr, e il depositario che assicuri a quest'ultimo la disponibilità delle informazioni necessarie per lo svolgimento dei propri compiti (lettera i).

Nel comma 2 si chiarisce che la qualità di socio della società di partenariato è compatibile con lo svolgimento del ruolo di gestore esterno della stessa.

Il comma 3 disciplina la denominazione sociale, prevedendo che, in deroga all'articolo 2453 del Codice civile, la denominazione sociale contenga l'indicazione di società di partenariato in accomandita per azioni. Si prescrive quindi che tale denominazione risulti in tutti i documenti della società, per permettere ai terzi che entrano in contatto con la società di ricondurne agevolmente l'attività alla disciplina applicabile in ragione della forma corporativa prescelta.

Nel comma 4 si esclude l'applicabilità delle norme del codice civile sulla costituzione delle società per pubblica sottoscrizione. In analogia con le disposizioni per la Sicav e Sicaf in gestione esterna, alle società di partenariato in gestione esterna non si applica il limite previsto dall'articolo 2433-bis del Codice civile in materia di distribuzione di acconti sui dividendi da parte delle società per azioni, per le ragioni espresse con riferimento all'articolo 38, comma 2, tenuto conto della natura di prodotto delle società di partenariato in gestione esterna.

Nel comma 5 si prevede la separazione patrimoniale a beneficio degli investitori dei comparti che siano eventualmente costituiti ai sensi dello statuto sociale, cosicché ogni comparto è separato a ogni effetto dagli altri comparti e dal patrimonio generale della società di partenariato. È quindi prevista l'applicabilità dell'articolo 35-bis, commi 6 e 6-bis (che impongono la creazione di un patrimonio generale separato dai singoli comparti eventualmente creati e che chiariscono che le azioni dei diversi comparti vanno a comporre nel loro insieme il capitale sociale) e 6-ter, che reca la tutela rafforzata della separatezza patrimoniale dei singoli comparti come risultante dalla riforma.

I commi da 6 a 9 disciplinano aspetti fondamentali dell'operatività svolta per mezzo di un gestore esterno.

Le previsioni del comma 6 si collegano con il già richiamato dovere della società di partenariato di definire procedure idonee ad assicurare la continuità della gestione in caso di sostituzione del gestore esterno (cfr. il comma 1, lettera g) dell'articolo 38-bis). La ridetta previsione va letta alla luce del principio alla base del comma 6 per il quale il venir meno del gestore esterno pone la società di partenariato in una condizione di scelta di scegliere se

proseguire l'attività con un nuovo gestore esterno, se internalizzare la gestione rispettando i relativi requisiti oppure sciogliersi. Nel comma 6, pertanto, si dispone che in caso di scioglimento del contratto o di liquidazione del gestore esterno, il consiglio di amministrazione della società di partenariato in gestione esterna deve provvedere a convocare tempestivamente l'assemblea dei soci per deliberare sulla sostituzione del gestore o sullo svolgimento diretto dell'attività di gestione collettiva; se entro due mesi dal verificarsi di una delle cause di cui al periodo precedente non è stata disposta la sostituzione del gestore esterno, la società si scioglie. Analoga previsione è già prevista per le Sicav e Sicaf in gestione esterna (articolo 38, comma 4).

Il comma 7 riflette la scelta, in linea con quanto disposto dalla Legge Capitali per le Sicav e Sicaf in gestione esterna, di individuare nel gestore esterno il soggetto vigilato; per tal ragione, si appunta sul gestore esterno la responsabilità del rispetto dei doveri normativamente previsti, anche nei confronti delle Autorità di vigilanza, per l'attività di gestione collettiva del risparmio esercitata in base al contratto con la società di partenariato in gestione esterna.

Per verificare il rispetto dei doveri che ricadono sul gestore esterno, il comma 8 prevede che la Banca d'Italia e la Consob possano chiedere informazioni al gestore esterno sulle società di partenariato gestite. Per assicurare in ogni caso un'adeguata vigilanza, a prescindere dalle vicende che possono interessare i rapporti tra la società di partenariato e il gestore esterno, è comunque tenuta ferma la possibilità per le Autorità di vigilanza di esercitare all'occorrenza poteri informativi e di indagine, il potere di effettuare ispezioni e di richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari, oltre che i poteri ingiuntivi di cui all'articolo 7-ter.

Nel comma 9, analogamente a quanto previsto per le Sicav e Sicaf in gestione esterna riservate a investitori professionali (cfr. articolo 38, comma 8, del TUF, come riformato), anche per le società di partenariato in gestione esterna – quali Oicr societari necessariamente riservati – si fa carico al gestore esterno di trasmettere alla Banca d'Italia gli statuti e le relative modificazioni, in linea con la previsione generale posta nel comma 7.

Tra le disposizioni applicabili comuni alle società di partenariato in gestione interna vi sono quelle richiamate nel comma decimo, ovvero gli articoli 35-novies.3 (riguardante il capitale e le azioni), 35-novies.4 (su modifiche statutarie e diritto di recesso), 35-novies.5 (scioglimento e liquidazione volontaria) e 35-novies.6 (che attribuisce alla Banca d'Italia un potere normativo a fini applicativi delle disposizioni del TUF dedicate alle società di partenariato e che rende applicabili in via residuale le norme dedicate dal codice civile alle società in accomandita per azioni).

La **lettera dd)** modifica l'articolo 39 del TUF che attribuisce la competenza al Ministro dell'economia e delle finanze per la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Oicr italiani, sui quali non c'è una piena armonizzazione normativa a livello europeo. Alla luce del trasferimento di molte delle disposizioni del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 5 marzo 2015, n.30 (di seguito DM 30/2015) nel TUF la competenza regolamentare del Ministro dell'economia e delle finanze è significativamente ridimensionata e riguarda: (i) le categorie di investitori cui è destinata



l'offerta delle quote o azioni degli Oicr e le condizioni e le modalità con le quali devono essere effettuati gli acquisti o i conferimenti dei beni, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione dell'Oicr; nonché (ii) le categorie di investitori non professionali nei cui confronti è possibile commercializzare quote di FIA italiani riservati, i requisiti e i compensi degli esperti indipendenti e le disposizioni applicabili ai FIA immobiliari e agli Oicr garantiti.

Il comma 1 prevede una modifica in senso restrittivo della potestà regolamentare conferita al Ministro dell'economia e delle finanze in materia di Oicr.

Il comma 2 prevede che la potestà regolamentare del Ministro dell'economia e delle finanze si applichi anche ai FIA immobiliari e agli Oicr garantiti.

La **lettera ee)** dopo l'articolo 39 del TUF inserisce i seguenti articoli:

Articolo 39-bis - Oggetto dell'investimento degli OICR

L'articolo 39-bis riproduce l'articolo 4 del DM 30/2015.

Il comma 1 enuclea in quali tipologie di beni il patrimonio dell'Oicr possa essere investito.

Il comma 2 dispone che il patrimonio degli Oicr è investito anche nel rispetto delle disposizioni di normativa secondaria emanata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze e dalla Banca d'Italia.

Articolo 39-ter - Oggetto dell'investimento degli OICVM italiani

L'articolo 39-ter riproduce l'articolo 7 del DM 30/2015.

Il comma 1 dispone che il patrimonio degli OICVM è investito nel rispetto della normativa euro unitaria applicabile e della normativa secondaria emanata dalla Banca d'Italia

Il comma 2 precisa che gli OICVM possono essere costituiti unicamente nella forma di Sicav e di fondo comune di investimento aperto.

Articolo 39-quater - Oggetto dell'investimento dei FIA italiani

L'articolo 39-quater accorpa, con limitate integrazioni, le disposizioni già contenute nel DM 30/2015 che individuano i beni che possono formare oggetto dell'investimento dei FIA aperti (commi 1 e 2) e chiusi (comma 3).

Articoli 39-quinquies, 39-sexies, 39-septies e 39-octies

Gli articoli riproducono, rispettivamente, gli articoli 5, 6, 9 e 10, commi da 2 a 7, del DM 30/2015.

Articolo 39-quinquies-Ammissione alle negoziazioni

L'articolo dispone che il regolamento del fondo o lo statuto debba indicare se ed entro quali termini debba essere effettuata la richiesta di ammissione alle negoziazioni da parte dell'OICR.

Articolo 39-sexies-Durata

Il comma 1, dispone che il regolamento del fondo o lo statuto debba fissare il termine di durata dell'Oicr.

Il comma 2 definisce il limite massimo di durata per gli Oicr chiusi.



Il comma 3 introduce una nuova disposizione volta a precisare che il limite di durata previsto dal comma secondo non si applica agli ELTIF.

Articolo 39-septies-Modalità di partecipazione e di rimborso per gli Oicr aperti

Il comma 1 disciplina le modalità di sottoscrizione degli Oicr aperti.

Il comma 2 dispone il rimborso del valore delle quote o azioni debba avvenire con cadenza di almeno quindici giorni per OICVM e con cadenza almeno annuale per i FIA e che il calcolo del valore delle quote abbia la medesima periodicità dei rimborsi.

Il comma 3 dispone che le modalità di rimborso sono stabilite dal regolamento o dallo statuto e fissa in quindici giorni il termine massimo per l'esecuzione della richiesta di rimborso. Si specifica altresì che in casi eccezionali precisati dal regolamento o dallo statuto, il diritto al rimborso può essere sospeso dal gestore per un periodo non superiore ad un mese, introducendo un obbligo di informare tempestivamente la Banca d'Italia e la Consob della sospensione.

Il comma 4 prevede che nel caso di sospensione dei rimborsi di quote di OICVM commercializzate anche in altri Stati Membri, il gestore informi tempestivamente anche le autorità di vigilanza di tali Stati.

Art. 39-octies- modalità di partecipazione ai FIA italiani chiusi

Il comma 1 dispone che il regolamento o lo statuto stabiliscono le modalità di raccolta dei FIA italiani chiusi e stabilisce il principio di uguaglianza del valore delle quote o azioni.

Il comma 2 fissa in ventiquattro mesi dall'avvio della commercializzazione il periodo massimo di sottoscrizione.

Il comma 3 prevede la facoltà di disporre una proroga del termine di sottoscrizione fino a un massimo di 12 mesi, se previsto dal regolamento o dallo statuto del FIA.

Il comma 4 consente al gestore, al termine del periodo di sottoscrizione, di ridimensionare il patrimonio del FIA in presenza di sottoscrizioni inferiori all'offerta ma almeno pari all'ammontare minimo, o di aumentarlo in presenza di sottoscrizioni superiori all'offerta.

Il comma 5 stabilisce condizioni e limiti per la liberazione delle quote o azioni sottoscritte dai partecipanti ai FIA mediante conferimento di crediti o di altri beni in natura.

Il comma 6 precisa che i versamenti relative alle quote o azioni sottoscritte devono essere effettuati entro il termine stabilito dal regolamento o dallo statuto e prevede, per i soli FIA riservati, la possibilità di effettuare versamenti in più soluzioni, sulla base dei c.d. "richiami" del gestore.

Articolo 39-novies - Modalità di rimborso dei FIA italiani chiusi

L'articolo 39-novies disciplina le modalità di rimborso dei FIA italiani chiusi, riprendendo e riformulando l'articolo 11 del DM 30/2015.

Il comma 1 dispone che le modalità di rimborso sono stabilite dal regolamento o dallo statuto e che il rimborso avviene alla scadenza del FIA, salvo il caso di proroga disciplinato dal comma 2.

Per soddisfare le eventuali esigenze di liquidità intermedia degli investitori, il legislatore interviene per consentire, in relazione ai soli FIA riservati, modalità di rimborso anticipato ulteriori e più flessibili rispetto a quelle



previste in generale dall'articolo 11, comma 3, del DM 30/2015 e rifuse nel comma 3 della disposizione in commento (secondo cui rimborsi anticipati sono ammessi a) su iniziativa del gestore, a tutti i partecipanti, proporzionalmente alle quote o alle azioni da ciascuno possedute, oppure b) su richiesta dei singoli partecipanti, per un ammontare non superiore alle somme acquisite attraverso nuove emissioni o ai prestiti contratti dal fondo, purché non eccedenti il 10 per cento del valore del FIA).

In particolare, il nuovo comma 4 stabilisce che il regolamento o lo statuto del FIA italiano chiuso riservato possa prevedere ulteriori modalità di rimborso anticipato delle quote o azioni da attivare su iniziativa del gestore, in deroga al principio di proporzionalità di cui al comma 3, lettera a), purché siano rispettate alcune condizioni minime che mirano ad assicurare (i) la coerenza della strategia di investimento e delle politiche di valutazione dei beni del FIA con la relativa politica di rimborso e, in particolare, con la frequenza dei rimborsi prevista, (ii) la liquidità del fondo, (iii) l'equo trattamento dei partecipanti e l'assenza di pregiudizio per gli investitori che non aderiscono alle proposte di rimborso anticipato, (iv) la previsione di un *minimum holding period* per evitare che gli impegni richiamati servano per pagare i rimborsi anticipati, (v) un *minimum notice period* coerente con il profilo di liquidità del fondo, (vi) la limitazione dell'importo rimborsabile anticipatamente a una certa percentuale di attività liquide del fondo.

L'articolo 39-decies riproduce l'articolo 2 del vigente DM 30/2015 in materia di obblighi informativi per gli OICVM Italiani. Sono quindi elevate a livello di norma primaria le disposizioni in materia di scritture contabili.

L'articolo 39-undecies riproduce l'articolo 3 del DM 30/2015, con l'eccezione degli ulteriori obblighi informativi applicabili ai FIA immobiliari, che confluiranno nel regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze ai sensi dell'articolo 39, comma 2, lettera d-bis).

La **lettera ff)** modifica l'articolo 40-ter che disciplina le fusioni tra OICVM UE e OICVM italiani o che comunque coinvolgono OICVM italiani le cui quote sono commercializzate in un altro Stato dell'UE.

Il comma 1 è modificato per adeguare i riferimenti normativi alle modifiche apportate al successivo articolo 41.

La **lettera gg)** modifica il capo II-bis della sezione V del titolo III, inserendo nella rubrica il riferimento ai gestori "autorizzati".

La **lettera hh)** modifica l'articolo 41 che regola l'operatività transfrontaliera, in Stati UE e non UE, dei gestori autorizzati, che beneficiano del c.d. "passaporto europeo".

Al comma 1 si precisa che le disposizioni in questione si applicano alle Sgr autorizzate, considerato che i GEFIA sotto soglia registrati non possono godere del regime di passaportazione.

Al comma 2, la lettera a) viene modificata per eliminare la competenza regolamentare della Banca d'Italia sulla commercializzazione di OICVM in altri Stati membri UE, che con l'inserimento del nuovo comma 2-bis viene attribuita esclusivamente alla Consob, in un'ottica di semplificazione e



razionalizzazione dei compiti tra Autorità. L'intervento è coerente con la competenza regolamentare della Consob in materia di offerta in Stati UE di FIA italiani e FIA UE gestiti da GEFIA italiani. La Consob diviene così l'unica autorità competente per la disciplina della commercializzazione nella UE di prodotti del risparmio gestito di diritto italiano.

Al comma 4, che nella formulazione attualmente in vigore estende le disposizioni dell'articolo 41 alle Sicav e Sicaf che gestiscono i propri patrimoni, vengono apportate modifiche redazionali e inserito l'ulteriore riferimento alle società di partenariato in gestione interna autorizzate.

La **lettera ii)** modifica l'articolo 41-*bis* del TUF che disciplina l'operatività sul territorio della Repubblica delle società di gestione autorizzate in un altro Stato dell'Unione.

Ai commi 3 e 4, in coerenza con le modifiche apportate all'articolo 38 dalla legge n. 21 del 2024 e dal presente intervento legislativo di riforma del TUF, si precisa che nel caso di OICVM in forma di Sicav in gestione esterna la Banca d'Italia è chiamata ad approvarne lo statuto.

In un'ottica di semplificazione e razionalizzazione dei compiti tra Autorità si riformula il quinto comma per eliminare la necessità del parere della Consob sulla disciplina degli accordi stipulati tra la società di gestione UE e il depositario per assicurare a quest'ultimo la disponibilità delle informazioni necessarie per lo svolgimento dei propri compiti. Si tratta di una competenza che rientra prevalentemente nelle finalità assegnate dalla legge alla Banca d'Italia (vedi anche articoli 47 e seguenti).

La **lettera II)** modifica l'articolo 41-*ter* del TUF che disciplina l'operatività sul territorio italiano dei GEFIA autorizzati in un altro Stato membro dell'UE.

Al comma 3 è eliminato l'obbligo per la Banca d'Italia di chiedere il parere a Consob sulla disciplina degli accordi stipulati tra il GEFIA UE e il depositario.

La **lettera mm)** modifica l'articolo 42 del TUF ai commi 1, 3 e 4-*bis* per attribuire esclusivamente alla Consob la competenza regolamentare in materia di commercializzazione in Italia di quote o azioni di OICVM costituiti in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, eliminando il rilascio del parere da parte della Banca d'Italia. La modifica si iscrive nel quadro degli interventi di semplificazione della normativa attraverso la razionalizzazione dei compiti tra Banca d'Italia e Consob.

Nei commi 1, 3 e 4-*bis* il riferimento all'obbligo di sentire la Banca d'Italia è soppresso.

La **lettera nn)** modifica l'articolo 42-*bis* del TUF relativo alla disciplina la pre-commercializzazione di FIA riservati, apportando varie modifiche redazionali volte a specificare che le disposizioni in questione si applicano alle Sgr autorizzate.

Inoltre, al comma 8 si sopprime la previsione del parere della Banca d'Italia per l'adozione da parte della Consob della disciplina relativa alla pre-commercializzazione dei FIA riservati, in linea con gli interventi di semplificazione della normativa e di razionalizzazione dei compiti tra Banca d'Italia e Consob.



Al comma 10 vengono apportate modifiche redazionali e incluso il riferimento alle società di partenariato in gestione interna autorizzate; il riferimento ai FIA UE in gestione interna viene eliminato in quanto già ricompreso nella nozione di GEFIA UE.

La **lettera oo)** modifica l'articolo 43 del TUF che disciplina la commercializzazione delle quote o delle azioni di FIA riservati, apportando modifiche redazionali per precisare che sono tenuti al rispetto delle disposizioni in questione soltanto i gestori autorizzati, ferme le limitazioni previste dal regime normativo applicabile ai GEFIA sotto soglia registrati.

Al comma 9 vengono apportate modifiche redazionali e incluso il riferimento alle società di partenariato in gestione interna autorizzate; i riferimenti ai FIA UE e FIA non UE in gestione interna vengono eliminati in quanto già ricompresi, rispettivamente, nelle nozioni di GEFIA UE e GEFIA non UE.

La **lettera ii)** modifica l'articolo 44 del TUF che disciplina la commercializzazione di FIA non riservati, apportando modifiche redazionali per specificare che le disposizioni in questione si applicano solo ai gestori autorizzati.

Al comma 4 si attribuisce esclusivamente alla Consob la competenza regolamentare sulla procedura di notifica della commercializzazione e sulla disciplina relativa alle "*local facilities*", eliminando il riferimento al parere della Banca d'Italia. L'intervento è coerente con le modifiche agli articoli precedenti che individuano la Consob come unica autorità competente per la disciplina delle procedure di commercializzazione degli OICR. Analogamente si interviene rispetto alla potestà regolamentare prevista dal comma 5.

La **lettera qq)** al capo II-*quater* della sezione V del titolo III, nella rubrica sostituisce le parole «delle Sgr» con le seguenti: «dei gestori autorizzati»;

La **lettera rr)** modifica l'articolo 45 del TUF prevedendo che la disciplina di cui al medesimo articolo si applichi unicamente alle Sgr autorizzate.

La **lettera ss)** modifica l'articolo 46 del TUF prevedendo che la disciplina di cui al presente articolo si applichi unicamente alle Sgr autorizzate.

Il comma 4 contiene la sostituzione del termine "Sgr" con il termine "gestori".

La **lettera tt)** modifica l'articolo 46-*ter* comma 3 del TUF per allinearli alla novella di cui all'articolo 8, comma 1-*bis*, in relazione alla partecipazione dei FIA Ue alla centrale rischi di Banca d'Italia per il tramite di relativi gestori.

La **lettera uu)** modifica l'articolo 47 del TUF che detta la disciplina per il conferimento dell'incarico di depositario dell'Oicr da parte del gestore. La norma si applica a tutti i gestori, siano essi autorizzati e non, in quanto al depositario è riconosciuto il ruolo di importante presidio del principio di separatezza dei beni dell'Oicr.

I commi 3 e 3-*bis* sono modificati per aggiornare il riparto di competenze tra la Banca d'Italia e la BCE, nell'ambito del *Single Supervisory Mechanism* (SSM), sull'autorizzazione dell'incarico di depositario (cfr. Comunicazione della BCE on "*Additional clarification regarding the ECB's competence to exercise supervisory powers granted under national law*", SSM/2017/0140 of



31st March 2017). In particolare, la Banca centrale europea è competente ad autorizzare (su proposta della Banca d'Italia) e a revocare l'esercizio delle funzioni di depositario delle banche italiane; la Banca d'Italia è competente al rilascio dell'autorizzazione all'esercizio e alla revoca di tale funzione da parte delle succursali italiane di banche UE e di banche di paesi terzi, delle Sim e delle succursali italiane di imprese di investimento UE e di imprese di paesi terzi diverse dalle banche.

In linea con gli interventi di semplificazione e razionalizzazione dei compiti tra Autorità, al comma 3 è inoltre eliminata la previsione del rilascio del parere da parte della Consob alla Banca d'Italia sulla disciplina delle condizioni per l'assunzione di incarico di depositario, atteso che il procedimento di autorizzazione è di esclusiva competenza della Banca d'Italia. Il parere della Consob è eliminato anche nei casi in cui l'incarico è assunto da SIM, succursali italiane di imprese di investimento UE e di imprese di investimento extra UE.

Al comma 4, si precisa che l'obbligo di riferire alle autorità di vigilanza non si applica ai depositari nel caso di Oicr gestiti da GEFIA sotto soglia registrati, come specificato nel nuovo articolo 35-*sexiesdecies*, comma 8.

La **lettera vv)** modifica l'articolo 48 del TUF relativo ai compiti del depositario, sostituendo al comma 3-*bis* il termine OICVM con Oicr.

Il comma 4 elimina il parere della Consob alla Banca d'Italia sull'adozione delle norme di attuazione dell'articolo medesimo, relativo ai compiti del depositario, tenuto conto che la materia attiene alla competenza della Banca d'Italia.

La **lettera zz)** modifica il comma 3 dell'articolo 49 del TUF, per eliminare il riferimento al rilascio del parere della Consob sulla normativa secondaria che individua i casi in cui gli accordi scritti tra gestori, depositario e terzo sono consentiti e il loro contenuto minimo.

La **lettera aaa)** modifica l'articolo 56 del TUF relativo all'ambito soggettivo di applicazione della disciplina dell'amministrazione straordinaria, in considerazione dell'introduzione della definizione di "gestori autorizzati" e della complessiva revisione della disciplina sul risparmio gestito.

Le modifiche apportate al presente articolo intervengono sull'ambito soggettivo di applicazione della disciplina dell'amministrazione straordinaria, in considerazione dell'introduzione della definizione di "gestori autorizzati" e della complessiva revisione della disciplina sul risparmio gestito. In tale contesto, si esclude l'applicazione dell'istituto in parola: i) agli Oicr societari in gestione esterna, in linea con la scelta già operata dalla Legge Capitali di allinearne il regime normativo a quello previsto per gli Oicr contrattuali; ii) ai GEFIA sotto soglia registrati, per i quali viene introdotta una specifica disciplina (cfr. il nuovo articolo 57-*quater*).

Inoltre, al comma 4 si provvede alla soppressione della previsione che escludeva l'applicabilità del Titolo IV della legge fallimentare agli intermediari assoggettabili ad amministrazione straordinaria, in quanto tale disciplina — relativa all'amministrazione controllata — è stata abrogata dal decreto legislativo 9 gennaio 2006, n. 5.

Il comma 4-*bis* reca mere modifiche di *drafting*.



Infine, al comma 4-ter, si introduce una disposizione che, in linea con quanto previsto per le banche dall'articolo 70, comma 7, del T.U. bancario, esclude l'applicazione delle disposizioni rifuse nell'articolo 2396-quater (già articolo 2409) del Codice civile. Tale intervento è volto ad accentrare le denunce previste da detta norma presso l'autorità di vigilanza.

La **lettera bbb)** modifica l'articolo 56-bis del TUF al fine di precisare l'ambito di applicazione soggettivo della misura della rimozione collettiva dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e dell'alta dirigenza, allineandolo a quello dell'amministrazione straordinaria di cui all'articolo che precede.

Al comma 1, viene introdotta la competenza della Consob a proporre l'adozione della misura nei casi in cui le violazioni di cui all'articolo 56, comma 1, lettera a), del TUF, riguardino disposizioni la cui osservanza rientra nell'ambito delle sue funzioni di vigilanza.

Infine, vengono introdotti i commi 2-bis, 2-ter e 3-bis al fine di attribuire alla Banca d'Italia poteri analoghi a quelli di cui essa dispone nell'ambito dell'applicazione dell'omologa misura nei confronti delle banche ai sensi dell'articolo 69-viciesseme, commi 3, 4 e 6, del T.U. bancario.

La **lettera ccc)** modifica l'articolo 57 del TUF. Al comma 1 viene chiarito che presupposto per l'avvio della liquidazione coatta amministrativa ("LCA") è anche l'insolvenza, declinata come incapacità da parte della società di pagare i propri debiti alla scadenza. Resta distinta la fattispecie della dichiarazione giudiziale dello stato di insolvenza, che rimane peraltro caratterizzata dalla produzione di effetti giuridici specifici (quali la possibilità di esperimento delle azioni revocatorie fallimentari e la configurabilità dei reati fallimentari). Per ragioni meramente stilistiche, è inoltre leggermente riformulato l'ultimo periodo del comma in commento, relativo alle Sim indicate all'articolo 55-bis, comma 1 del TUF, così da allinearne il testo a quello dell'omologa norma prevista, in riferimento alle banche, all'articolo 80 del T.U. bancario.

Al comma 3 è soppresso, dall'elenco delle disposizioni del T.U. bancario che regolano la LCA delle banche che si applicano per rinvio, nei limiti della compatibilità, alle Sim e ai gestori autorizzati, il riferimento all'articolo 97, che contempla il potere della Banca d'Italia di sostituire gli organi della liquidazione ordinaria; ciò in quanto il nuovo articolo 57-bis del TUF, che raccoglie in un'unica sede la disciplina della liquidazione volontaria di tali categorie di intermediari, prevede espressamente l'applicazione della norma in questione.

Le modifiche al comma 3-bis precisano che la disciplina non riguarda i gestori sotto soglia registrati

Il nuovo comma 3-ter estende l'applicazione del comma 3-bis – che reca la norma circa la liquidazione o cessione dei fondi e dei relativi comparti gestiti dalla società di gestione del risparmio autorizzata in ipotesi sottoposta a LCA – alle Sicav, Sicaf e società di partenariato in gestione interna autorizzate, con riferimento ai comparti da esse gestiti, nonché ai gestori di fondi EuVECA ai sensi del regolamento (UE) 345/2013 e ai gestori di fondi EuSEF disciplinati ai sensi del regolamento (UE) 346/2013.

Al comma 4 si sostituiscono i riferimenti a società di gestione del risparmio, Sicav e Sicaf con quello al gestore autorizzato, al fine di assicurare allineamento con

Analoghe modifiche redazionali vengono apportate al comma 6, nel quale si inserisce altresì il riferimento alle Sicaf e società di partenariato in gestione interna che siano gestori di fondi EuVECA o di fondi EuSEF ai sensi dei summenzionati regolamenti europei.

I commi da 6-bis a 6.bis.2 sono soppressi in quanto il relativo dettato normativo viene fatto confluire in una nuova disposizione ad hoc (i.e., l'articolo 57-ter).

La **lettera ddd)** dopo l'articolo 57 del TUF inserisce i seguenti articoli:

Articolo 57-bis - Liquidazione ordinaria

È introdotto un nuovo articolo 57-bis al fine di razionalizzare e includere in una unica norma la disciplina della liquidazione volontaria di Sim, gestori autorizzati e Oicr societari in gestione esterna.

Si dispone, pertanto, al comma 1, che alle suddette società si applichi, in quanto compatibile, l'articolo 97 del T.U. bancario, che attribuisce alla Banca d'Italia il potere di sostituire gli organi della liquidazione ordinaria, se tale procedura non si svolge con regolarità o speditezza. In correlazione con tale previsione, è soppresso il rinvio operato al medesimo articolo 97 del T.U. bancario nell'articolo 57 del TUF.

L'applicazione dell'articolo 97 del T.U. bancario anche agli Oicr societari in gestione esterna si giustifica per l'opportunità di prevedere anche con riferimento a tali soggetti, ancorché non sottoposti ad un regime di sorveglianza comparabile a quello dei gestori autorizzati, una possibilità di intervento da parte della Banca d'Italia nella fase di liquidazione volontaria, al fine di presidiarne l'uscita dal mercato nell'ipotesi in cui questa non si svolga con regolarità o speditezza.

Il comma 2 chiarisce che nei confronti dei suddetti intermediari in liquidazione volontaria restano fermi i poteri delle Autorità di vigilanza, anche una volta venuta meno l'autorizzazione.

Il comma 3 prevede, infine, un potere regolamentare in capo alla Banca d'Italia a fini attuativi, da esercitare d'intesa con la Consob.

Articolo 57-ter - Crisi del fondo comune di investimento e del relativo comparto

Viene fatta confluire nel nuovo articolo 57-ter la disciplina (prima contenuta nei commi 6-bis, 6 bis.1 e 6 bis.2, dell'articolo 57 del TUF) relativa alla liquidazione giudiziale del fondo comune di investimento e del relativo comparto incapiente.

Sul piano procedimentale, il comma 1 include, tra soggetti legittimati ad adire il tribunale per l'apertura della procedura liquidatoria, anche l'eventuale gestore estero del fondo comune incapiente.

I commi 3 e 4 precisano inoltre, rispettivamente, che la procedura disciplinata al comma 1 trova applicazione anche nei confronti: (i) dei comparti delle Sicav in gestione interna autorizzate, delle Sicaf in gestione interna autorizzate e delle società di partenariato in gestione interna autorizzate; nonché (ii) delle Sicav in gestione esterna, delle Sicaf in gestione esterna e delle società di partenariato in gestione esterna o dei relativi comparti. Analogamente, viene altresì estesa l'applicazione della disciplina dell'anticipazione delle spese – prevista al comma 2 per il caso di illiquidità della procedura di liquidazione



del fondo o del relativo comparto – alle Sicav in gestione interna autorizzate e alle Sicaf in gestione interna autorizzate (nonché alle società di partenariato in gestione interna autorizzate) nell'ipotesi in cui i relativi comparti oggetto di liquidazione siano illiquidi (comma 3), oltre che al gestore esterno nel caso di illiquidità della procedura di liquidazione della Sicaf eterogestita o della Sicav eterogestita ovvero delle società di partenariato in gestione esterna (comma 4).

Al comma 5 viene infine regolata la domanda di accesso della Sgr autorizzata e del gestore estero per conto del fondo o del comparto gestiti, della Sicav in gestione interna autorizzata, della Sicaf in gestione interna autorizzata e della società di partenariato in gestione interna autorizzata, anche in tal caso per conto dei comparti gestiti, a taluni strumenti di composizione e regolazione della crisi e dell'insolvenza previsti nella parte I, titoli II e IV, capo I, sezioni I e II del decreto legislativo 12 gennaio 2019 n. 14 (cd. Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza), vale a dire: la composizione negoziata, il piano attestato di risanamento, gli accordi di ristrutturazione dei debiti, la convenzione di moratoria.

Analogamente, il comma 6 riconosce la possibilità di accesso ai medesimi strumenti da parte degli Oicr societari in gestione esterna.

Art. 57-quater - Crisi del GEFIA sotto soglia registrato, di un FIA da esso gestito o del relativo comparto

La disposizione è volta a definire un quadro normativo per la gestione della crisi dei GEFIA sotto soglia registrati, nonché dei FIA da essi gestiti e dei relativi comparti, coerente con la natura e le modalità dell'attività svolta da tali intermediari, i quali sono esclusi da un regime di vigilanza prudenziale comparabile con quello previsto per i gestori autorizzati. Per quest'ultima ragione, detti intermediari sono altresì esclusi dall'applicazione della disciplina della LCA e, pertanto, la Banca d'Italia non svolge alcun ruolo nella gestione della loro crisi.

In questa prospettiva, il comma 1 stabilisce l'applicabilità del Codice della Crisi e dell'Insolvenza ai GEFIA sotto soglia registrati, rinviando, quindi, ai fini della gestione della crisi di tali intermediari, alle procedure, agli strumenti di gestione e regolazione della crisi – inclusa la composizione negoziata – e ai relativi presupposti previsti dal medesimo Codice. Sono indicate alcune deroghe rispetto alla disciplina del Codice della Crisi e dell'Insolvenza, necessarie a tenere conto della particolare natura di tali intermediari.

Il comma 2 individua espressamente i soggetti legittimati a presentare la domanda di apertura della liquidazione giudiziale nei confronti del GEFIA sotto soglia registrato, anche al fine di chiarire l'assenza di legittimazione in capo alla Banca d'Italia.

Il comma 3 prevede che, nell'ambito della liquidazione giudiziale del GEFIA sotto soglia registrato, i FIA da questo gestiti, nonché i relativi comparti, a prescindere dalla ricorrenza di uno stato di insolvenza, siano liquidati o ceduti da parte dei medesimi organi della liquidazione giudiziale del GEFIA sotto soglia registrato. A questo fine, alla liquidazione o cessione dei FIA gestiti e dei relativi comparti si applicano le regole della liquidazione giudiziale, in quanto compatibili e con gli specifici adattamenti procedurali previsti dal comma 7.

Il comma 4 mira a garantire che la Banca d'Italia sia tempestivamente informata dell'avvio della procedura di liquidazione giudiziale del GEFIA sotto

soglia registrato anche al fine di poterne disporre la cancellazione dal registro ai sensi della relativa disciplina.

Il comma 5 disciplina la fattispecie della crisi del FIA o del comparto, quando la loro insolvenza sia verificata prima dell'eventuale apertura della liquidazione giudiziale nei confronti del relativo GEFIA sotto soglia registrato. In tal caso, si prevede l'applicazione della disciplina della liquidazione giudiziale contenuta nel citato Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza nei confronti del FIA o del comparto, in quanto compatibile e salvo quanto previsto, in relazione all'avvio della procedura, dal comma 6 e, a determinati fini procedurali, dal comma 7. In riferimento al caso in cui all'apertura della liquidazione giudiziale del FIA o del comparto segua l'apertura della liquidazione giudiziale del relativo GEFIA sotto soglia registrato, inoltre, si prevede che la procedura di liquidazione giudiziale del FIA o del comparto sia proseguita dal curatore nominato per la liquidazione giudiziale del GEFIA sotto soglia registrato.

Con riferimento alla fase dell'apertura della liquidazione giudiziale del FIA o del comparto prevista dal comma 5, il comma 5 in primo luogo individua espressamente i soggetti legittimati alla presentazione della domanda, in analogia con quanto stabilito dal comma 2 in relazione al caso della liquidazione giudiziale del GEFIA sotto soglia registrato e ai medesimi fini. In secondo luogo, prevede che, ai fini dell'apertura della procedura, il tribunale debba valutare esclusivamente il presupposto oggettivo dell'insolvenza del FIA o del comparto, come definito dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza. In terzo luogo, si prevede l'obbligo per il tribunale di informare la tempestivamente la Banca d'Italia dell'apertura della liquidazione giudiziale del FIA o del comparto.

Il comma 7 apporta specifici adattamenti procedurali alla disciplina della liquidazione giudiziale dell'imprenditore commerciale prevista dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza, al fine di renderla compatibile con le peculiarità della liquidazione giudiziale del FIA o del comparto, avuto riguardo alla particolare soggettività giuridica di questi ultimi e alla loro gestione eterodiretta.

Il comma 8 stabilisce l'applicazione, in riferimento all'ipotesi ivi contemplata, di quanto previsto dall'articolo 57-ter, comma 2, in riferimento all'analoga ipotesi prevista nell'ambito della liquidazione del fondo o del comparto della Sgr autorizzata. L'articolo 92-bis, comma 2, del T.U. bancario non risulta, in ogni caso, applicabile al caso della liquidazione giudiziale del GEFIA sotto soglia registrato priva di risorse liquide, in ragione dell'assenza di un qualsivoglia ruolo della Banca d'Italia in tale contesto.

Il comma 9 attribuisce, infine, al GEFIA sotto soglia registrato il potere di attivarsi ai fini della gestione della crisi del FIA gestito o del relativo comparto usufruendo, per conto di questi, degli strumenti previsti a tal fine dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza per gli imprenditori commerciali.

La **lettera eee)** modifica l'articolo 60-bis del TUF al fine di apportare talune modifiche di coordinamento alla luce dell'introduzione della società di partenariato.

L'articolo 4 reca le modifiche alla parte III del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, in materia di disciplina dei mercati.



L'evoluzione in corso nei principali mercati finanziari internazionali evidenzia un contesto sempre più caratterizzato da forte competizione tra i diversi sistemi. In questo scenario, la riforma veicola obiettivi di semplificazione e razionalizzazione, nonché l'individuazione di interventi tesi a migliorare il quadro normativo e regolamentare, anche al fine di rendere più efficiente non solo l'accesso ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali. L'articolo 19 della legge n. 21 del 2024 delega il Governo a adottare uno o più decreti legislativi per la revisione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 59 recante il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF o Testo Unico) e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti. Nell'esercizio della delega, il Governo è tenuto ad attenersi, tra gli altri, ai seguenti principi e criteri direttivi generali (*cf.* comma secondo):

«[...] a) sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali; [...]

c) facilitare il passaggio dalla quotazione nei mercati non regolamentati a quella nei mercati regolamentati; [...]

g) contemperare il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli; [...]

l) procedere a una complessiva razionalizzazione [...] del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 [...], per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative e per eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo altresì a correggere eventuali disfunzioni riscontrate».

La normativa in materia di mercati è dettata nella parte III, titolo I per quanto concerne le definizioni e principi di regolamentazione. Il titolo I-*bis* disciplina le diverse sedi di negoziazione, mentre il titolo I-*ter* i servizi di comunicazione dati. I titoli II e II-*bis* sono dedicati alla disciplina, rispettivamente, delle controparti e dei depositari centrali, mentre il titolo II-*ter* si occupa dell'accesso alle infrastrutture di *post-trading*.

L'evoluzione della disciplina dei mercati, caratterizzata, da un lato, dalla trasformazione delle borse valori in mercati-impresa, gestiti da società per azioni private e, dall'altro, dalla volontà di aprire alla concorrenza di altri sistemi – *Multilateral trading facilities* (MTF) e *Organized trading facilities* (OTF) – ha avuto come direttrice la volontà di accrescere la competitività delle sedi di negoziazione a livello europeo, e nel medesimo senso si pongono le modifiche alla parte III del TUF, sì da rendere maggiormente attrattive le sedi di negoziazione nazionali.

L'attuale normativa che disciplina le varie sedi di negoziazione presenta una serie di peculiarità tipicamente nazionali, sulle quali la riforma interviene in un'ottica di ulteriore semplificazione.

In particolare, le modifiche proposte in relazione ad alcuni tra gli articoli da 62-*quater* a 90-*ter* del TUF sono finalizzate a razionalizzare e alleggerire gli oneri applicabili, così favorendo la competitività delle *trading venue*.

Tali modifiche riguardano principalmente i poteri regolamentari e d'intervento della Consob e la disciplina delle modifiche ai regolamenti dei mercati, come dettagliato nel pro

La revisione delle regole in tali materie alla luce dei principi e dei criteri direttivi della legge delega è avvenuta sulla base di un'analisi dell'evoluzione degli istituti e di una valutazione di coerenza degli stessi con l'attuale contesto internazionale e con le esigenze di tutela dei nuovi interessi, verificando quali presidi non appaiano più giustificati e quali, invece, possano, in specifici contesti, incentivare gli investimenti.

In particolare, l'articolo 4 del presente decreto, modifica il titolo III della parte IV del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, e segnatamente, al comma 1:

la **lettera a)** modifica i commi 2 e 3 dell'articolo 62-*quater*.

In considerazione delle modifiche apportate agli articoli che disciplinano i poteri regolamentari e d'intervento della Consob (artt. 64, 64-*quater*, 65-*bis*, 65-*quater*, 65-*quinquies*, 67-*bis*, su cui *infra*) si rende necessario aggiornare i rimandi contenuti nell'articolo – dedicato alla vigilanza regolamentare e informativa sulle sedi di negoziazione all'ingrosso dei titoli di Stato – nel rispetto dell'attuale riparto di competenze tra Autorità.

In particolare, al comma 2, lettera a), il rinvio all'articolo 65-*quater*, comma 5, del TUF, ora soppresso, è sostituito con il rinvio al nuovo comma 3 ed è introdotto il riferimento al nuovo comma 1 dell'art. 65-*quinquies*, entrambi relativi ai più ampi poteri regolamentari riconosciuti alla Consob in un quadro di delegificazione delle norme primarie.

Al comma 2, lettera b), il riferimento al vigente comma 6 dell'articolo 64-*quater* del TUF viene soppresso per raccordo normativo.

Al comma 2, lettera c), è introdotto il riferimento al nuovo comma 7-*bis* dell'articolo 64 del TUF per prevedere che il gestore di un mercato regolamentato all'ingrosso di titoli di Stato notifichi alla Banca d'Italia l'intenzione di svolgere attività connesse e strumentali, non più individuate con potere regolamentare della Consob; inoltre, è inserito il rinvio all'art. 65-*bis*, comma 4, per ricondurre alla competenza della Banca d'Italia la verifica sui progetti di modifica del regolamento dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei sistemi organizzati di negoziazione che trattano all'ingrosso titoli di Stato; infine, è eliminato il richiamo al comma 2 dell'articolo 67-*bis* in quanto abrogato.

Al comma 3 è aggiornato il riferimento al nuovo comma 6-*bis*, in luogo del precedente comma 6, dell'articolo 64-*quater* del TUF a seguito delle modifiche apportate ai poteri della Consob sui regolamenti dei mercati regolamentati.

La **lettera b)** modifica l'articolo 62-*sexies* del TUF per meglio riflettere le competenze della Consob e dell'ARERA e per semplificare l'adozione di taluni provvedimenti della Consob sui mercati regolamentati di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica e il gas, in relazione ai quali viene eliminata la necessità per la Consob di acquisire l'intesa o il parere dell'ARERA. Al contempo si prevede che l'ARERA, nell'esercizio dei propri compiti di vigilanza, segnali alla Consob eventuali criticità relative ai mercati regolamentati per la negoziazione di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica e il gas e si rimodula in modo corrispondente anche il contenuto dell'informativa dell'ARERA al Ministero delle Imprese e del Made in Italy.

La **lettera c)** apporta modifiche all'articolo 64 del TUF relativo all'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati.

Al comma 3, per ragioni di chiarezza normativa, viene espressamente specificata la regola derivante dall'articolo 205 n. 2 e 205 n. 6 del TUF, in base alla

quale il gestore del mercato regolamentato mantiene su base continuativa l'autonomia organizzativa e decisionale rispetto alle funzioni che caratterizzano tipicamente l'attività oggetto di autorizzazione.

Inoltre, al fine di consentire una maggiore flessibilità operativa e considerando che il quadro normativo europeo disciplina le situazioni di potenziale conflitto di interesse e i profili di sana e prudente gestione attraverso nuove disposizioni di settore, viene eliminata la previsione - comma 4, lettera a) - che assegna alla Consob l'individuazione, in via regolamentare, di specifiche e tassative attività connesse e strumentali che possono essere svolte da un gestore del mercato regolamentato e se ne prevede l'ammissibilità in una nuova disposizione legislativa (comma 7-bis) dal contenuto più ampio e non tassativo. Nel rispetto dei citati presidi normativi e ferme restando in ogni caso le riserve di legge, si prevede che lo svolgimento di tali attività sia condizionato ad una previa notifica alla Consob. Viene, inoltre, prevista all'interno del medesimo comma la possibilità per un gestore di un mercato regolamentato di gestire altresì sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari.

La **lettera d)** apporta modifiche all'articolo 64-*quater* del TUF per semplificare e rendere più flessibili l'adozione delle modifiche ai regolamenti dei mercati regolamentati (diversi da quelli all'ingrosso dei titoli di Stato) e le connesse verifiche da parte della Consob.

Viene in particolare eliminata la previsione che rimette alla Consob la preventiva approvazione delle modifiche al regolamento dei mercati regolamentati e si introduce, anche alla luce dell'esperienza maturata in sede di regolamentazione di secondo livello, una specifica procedura in base alla quale il gestore deve inviare alla Consob i progetti di modifica del regolamento di mercato (comma 6) e la Consob può – ad esito delle proprie verifiche ed entro i termini dalla stessa previamente individuati con regolamento – richiedere al gestore medesimo di apportare le modifiche idonee ad eliminare le eventuali criticità riscontrate (comma 6-bis).

Si prevede inoltre (comma 6-*ter*) che le medesime disposizioni si applicano anche ai progetti di modifica delle disposizioni tecniche di attuazione, qualora siano connessi ad una modifica del regolamento del mercato regolamentato, nonché nei casi da quest'ultimo espressamente indicati.

Per esigenze di uniformità e di certezza giuridica, le nuove disposizioni trovano applicazione anche ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e ai sistemi organizzati di negoziazione (OTF): a tale fine si inserisce all'articolo 65-bis un nuovo comma 4 con un rinvio ai commi 6, 6-bis e 6-*ter* dell'articolo 64-*quater*.

Per i mercati regolamentati all'ingrosso dei titoli di Stato – in ragione del peculiare ruolo del Ministro dell'economia e delle finanze nella gestione del debito pubblico e delle strette connessioni esistenti tra il mercato secondario (all'ingrosso) e il mercato primario dei titoli di Stato – resta invece invariato l'attuale regime che rimette al Ministro dell'economia e delle finanze (sentite la Banca d'Italia e la Consob) l'approvazione delle modifiche al regolamento dei mercati in questione (v. comma 6-*quater*).

La **lettera e)** interviene a fini di coordinamento con le altre modifiche apportate sul comma 3 dell'articolo 65-bis del TUF e inserisce dopo il medesimo comma un comma 4, finalizzato ad estendere ai sistemi multilaterali di ne

Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento per gli Affari Europei
Ufficio di Coordinamento
Dipartimento per gli Affari Europei
Ufficio di Coordinamento

disciplina delle modifiche ai regolamenti dei mercati regolamentati di cui all'articolo 64-*quater*, commi 6 e 6-*bis* e 6-*ter*.

La **lettera f)** modifica l'articolo 65-*quater* del TUF mediante un intervento di mera delegificazione, che è volto a collocare nella regolamentazione di secondo livello alcune disposizioni, di origine europea, di maggiore dettaglio, semplificando così il testo di legge. A tale fine, oltre alla cancellazione delle disposizioni di maggiore dettaglio dagli articoli in questione, sono ampliate in modo corrispondente le deleghe alla Consob in materia.

Si allinea, altresì, alla riformulazione dell'articolo 65-*quater*, il comma 3, lettera a) dell'articolo 65-*bis*, che a tale disposizione fa rinvio.

La **lettera g)** modifica, analogamente all'intervento descritto *supra* con riferimento all'articolo 65-*quater* del TUF, anche l'articolo 65-*quinquies*, sostituendolo con una nuova disposizione normativa ed operando un intervento di mera delegificazione, volto a collocare nella regolamentazione di secondo di livello alcune disposizioni, di origine europea, di maggiore dettaglio, semplificando così il testo di legge. A tale fine, oltre alla cancellazione delle disposizioni di maggiore dettaglio dagli articoli in questione, sono ampliate in modo corrispondente le deleghe alla Consob in materia.

La **lettera h)** abroga il comma 6 dell'articolo 66-*ter* del TUF, eliminando il potere della Consob di revoca delle decisioni di sospensione assunte dal gestore di una sede di negoziazione e risponde ad esigenze di semplificazione e di razionalizzazione.

In ipotesi di disallineamento con il gestore di un mercato, si mantiene la possibilità di esercizio dei poteri di intervento previsti, in caso di necessità e urgenza, ai sensi degli articoli 62, comma 3, e 62-*decies* del TUF. Inoltre, lo stesso articolo 66-*ter*, comma 1, del TUF, prevede – in linea con la disciplina europea – il potere autonomo della Consob di richiedere la sospensione o l'esclusione di uno strumento finanziario dalle negoziazioni.

La **lettera i)** abroga il comma 2 dell'articolo 67-*bis* del TUF, rispondendo a obiettivi di semplificazione e razionalizzazione analogamente alle modifiche apportate dall'articolo 66-*ter* del TUF. Nondimeno, viene mantenuto l'obbligo di comunicazione relativo ai provvedimenti di ammissione, sospensione, esclusione dalle negoziazioni degli operatori medesimi.

La **lettera l)** interviene sull'articolo 69 del TUF introducendo un nuovo comma 3-*bis* che, pur preservando l'autonomia del gestore del mercato e la natura convenzionale degli obblighi di OPA, rafforzi l'*enforcement* da parte del medesimo gestore in caso di violazione delle relative disposizioni, in modo da garantire l'effettività degli obblighi di OPA.

Alla luce della nuova previsione il gestore del mercato, che è tenuto a stabilire adeguati presidi per garantire l'effettività degli obblighi, nell'ambito della propria autonomia potrà quindi prevedere, nella relativa regolamentazione, disposizioni in linea con quelle previste dall'articolo 110 del TUF in caso di violazione degli obblighi di OPA, quali la sospensione del diritto di voto inerente all'intera partecipazione detenuta, l'obbligo di rivendita della



partecipazione, o altre misure comunque ritenute idonee a salvaguardare il rispetto del suddetto obbligo.

La lettera m) modifica l'articolo 79-*quinquies*, comma 4 del TUF al fine di attribuire alla Banca d'Italia la competenza esclusiva sul rilascio del parere all'ESMA nell'ambito dei procedimenti di riconoscimento di CCP di Paesi terzi. Ciò, peraltro, si pone in continuità con quanto previsto per l'autorizzazione delle CCP insediate in Italia, la cui competenza ai sensi dell'articolo 14 di EMIR è assegnata alla sola Banca d'Italia.

La lettera n) inserisce un nuovo comma 6-*bis* nell'articolo 79-*sexies* del TUF relativo all'autorizzazione e vigilanza delle controparti centrali.

Il nuovo comma, per ragioni di chiarezza normativa e in coerenza con quanto previsto per le sedi di negoziazione (nuovo comma 3 dell'articolo 64) e per i depositari centrali di titoli (nuovo comma 2-*bis* dell'articolo 79-*quinquiesdecies*), specifica espressamente la regola, derivante dalla normativa europea di settore, in base alla quale una controparte centrale mantiene su base continuativa l'autonomia organizzativa e decisionale rispetto ai servizi di compensazione centralizzata da essa prestati.

La lettera o) modifica l'articolo 79-*undecies* del TUF, emendandone il comma 7 attraverso la sostituzione del meccanismo dell'intesa con un «sentita la Banca d'Italia» nell'ambito della procedura di valutazione dell'esercizio di attività in via transfrontaliera da parte di un CSD.

Inoltre, in coerenza con la modifica dell'articolo 79-*quinquies*, comma 4, del TUF, si interviene sul comma 9 dell'articolo 79-*undecies* attribuendo alla Consob la competenza esclusiva sul rilascio del parere all'ESMA nell'ambito dei procedimenti di riconoscimento di CSD di Paesi terzi.

La lettera p) modifica l'articolo 79-*quaterdecies* del TUF e inserisce un nuovo comma 8-*bis* avente l'obiettivo di inserire una delega regolamentare per il Ministero dell'economia e delle finanze a prevedere i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali dei CSD, in linea con quanto previsto dall'articolo 79-*sexies*, comma 7, del TUF per le controparti centrali.

La lettera q) modifica l'articolo 79-*quinquiesdecies* del TUF, in coerenza con quanto previsto per le sedi di negoziazione (cfr. modifiche all'articolo 64-*quater*), per semplificare e rendere più flessibili l'adozione delle modifiche al regolamento dei servizi dei depositari centrali e le connesse verifiche da parte della Consob e della Banca d'Italia.

Viene, in particolare, eliminata la previsione che rimette alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, la preventiva approvazione delle modifiche ai regolamenti dei servizi e si introduce, in coerenza con quanto previsto per le sedi di negoziazione, una specifica procedura in base alla quale il depositario centrale deve inviare alle Autorità i progetti di modifica del regolamento dei servizi (comma 1-*bis*) e la Consob può richiedere al depositario centrale medesimo di apportare le modifiche idonee ad eliminare le eventuali criticità riscontrate (comma 1-*ter*).

Si prevede inoltre (comma 1-*quater*) che le medesime disposizioni si applichino anche ai progetti di modifica delle disposizioni tecniche di



attuazione, qualora siano connessi ad una modifica del regolamento, nonché nei casi da quest'ultimo espressamente indicati.

Inoltre, per ragioni di chiarezza normativa e in coerenza con quanto previsto per le sedi di negoziazione (comma 3 dell'articolo 64) e per le controparti centrali (nuovo comma 5-*bis* dell'articolo 79-*sexies*) si specifica espressamente (comma 2-*bis*) la regola, derivante dalla normativa europea di settore, in base alla quale un depositario centrale mantiene su base continuativa l'autonomia organizzativa e decisionale rispetto ai servizi di base da esso prestati nonché ai due servizi accessori di gestione degli eventi societari e di riscontro e indirizzamento delle istruzioni di regolamento, alla luce della rilevanza di tali servizi accessori ai fini della corretta prestazione dei servizi di base.

La **lettera r)** modifica l'articolo 82, comma 3, del TUF, attribuendo alla Consob la competenza esclusiva in materia di approvazione dei corrispettivi di CSD e intermediari, in un'ottica di semplificazione e razionalizzazione.

La **lettera s)** modifica l'articolo 90-*bis*, comma 1 del TUF, in materia di accesso ai depositari centrali, sostituendo il meccanismo dell'intesa con un «sentita la Banca d'Italia» nell'esercizio delle funzioni per i casi di rifiuto di un CSD all'accesso ai propri servizi.

La **lettera t)** modifica l'articolo 90-*ter*, comma 1 del TUF, in materia di accesso tra sedi di negoziazione e infrastrutture di post-trading, sostituendo del meccanismo dell'intesa con un «sentita la Banca d'Italia», per esigenze di semplificazione e di razionalizzazione.

L'articolo 5 reca le modifiche al titolo II della parte IV del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, in materia di appello al pubblico risparmio.

Ai temi dell'appello al pubblico risparmio (e cioè delle offerte pubbliche di sottoscrizione o vendita e di quelle di acquisto o scambio), oggi disciplinati (anzitutto) nel titolo II della parte IV del TUF, la legge di delega detta – oltre ai più generali principi e criteri valevoli per tutti gli istituti e settori del diritto dei mercati finanziari – una specifica indicazione, contenuta nella lettera *f)* dell'articolo 19 della legge n. 21 del 2024, a mente della quale il decreto legislativo delegato deve «prevedere il riordino e l'aggiornamento della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio». In attuazione di questo criterio direttivo, il presente intervento reca un'ampia rivisitazione dell'attuale regime, con interventi ispirati, da un lato ad «aumentare la competitività del mercato dei capitali», riconoscendo maggiore spazio alle istanze del mercato; dall'altro lato, a «semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti», anche attraverso l'eliminazione di varie ipotesi di *gold plating* tuttora presenti nel nostro ordinamento.

Rilevano in particolare la determinazione di una soglia unica ai fini dell'applicazione della disciplina in materia di offerta pubblica d'acquisto totalitaria e la previsione di un nuovo istituto (l'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci) ispirato ad analoghi strumenti propri di taluni ordinamenti di *common law*.



Infine, si effettuano alcuni adeguamenti con finalità di mera chiarificazione, sulla base delle prassi consolidatesi nell'operatività della stessa Autorità di vigilanza.

La **lettera a)** abroga la disciplina dettata dall'art. 100-*bis* del TUF, relativo alla rivendita di titoli o prodotti finanziari diversi dai titoli, che aveva sollevato notevoli incertezze interpretative anzitutto per l'assenza di una definizione chiara di "rivendita sistematica". Anche per questo motivo della disposizione in parola, già dalla sua introduzione, fu fatta scarsa applicazione. La valenza della disposizione è stata poi ulteriormente ridotta nel 2021 con l'adeguamento al Regolamento Prospetto (2017/1129), che ha disciplinato la più ampia fattispecie della rivendita successiva, così ridimensionando in via generale la portata della relativa disciplina nazionale in materia. Ciò nonostante, in tale occasione è stata mantenuta a livello nazionale la previsione in esame per il caso di rivendita sistematica. Tuttavia, né il Regolamento prospetto, né la normativa di riferimento degli altri Stati membri, attualmente contemplano analoga previsione di nullità e questo pregiudica la competitività della piazza finanziaria italiana.

Infine, nello stesso sistema del TUF la disposizione risulta singolare in quanto commina la nullità per una ipotesi particolare, mentre non si prevede un rimedio analogo nella ipotesi principale di mancata consegna del prospetto in sede di offerta al pubblico di titoli *ex art.* 94 TUF. Per queste ragioni si è disposta l'abrogazione dell'articolo 100-*bis*.

La **lettera b)** modifica l'articolo 101-*bis* del TUF. Nel comma 4 dell'articolo 101-*bis*, che detta le definizioni e l'ambito applicativo della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto o scambio, la definizione di "persone che agiscono di concerto" è modificata eliminando il mantenimento del controllo dalle finalità rilevanti della cooperazione. Il mantenimento del controllo, infatti, non è previsto tra le finalità del concerto ai sensi della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto; esso, inoltre, si presta a rilevanti incertezze interpretative, facendo riferimento a ipotesi in cui gli assetti di controllo non subiscono, per definizione, mutamenti significativi.

Nel comma 4-*bis* dell'articolo 101-*bis* del TUF, il regime delle presunzioni assolute è sostituito da un sistema di presunzioni relative definite in via legislativa (alle quali si aggiungono quelle stabilite, in via regolamentare, dalla Consob, ai sensi del comma 4-*ter*). Il ricorso a presunzioni assolute, indipendentemente dal ricorrere dei requisiti previsti nella definizione generale di concerto, costituiva una eccezione rispetto ai principali ordinamenti degli altri Stati membri e poteva determinare l'applicazione del concerto in ipotesi non meritevoli di essere considerate tali (come nel caso dei patti di mera consultazione o dell'amministratore contrario all'acquisto della partecipazione). La necessità che siano gli stessi potenziali "concertisti" a dimostrare la mancanza dei requisiti stabiliti dal comma 4 assicura, al contempo, il pieno mantenimento dei livelli attuali di tutela degli investitori diversi dalle parti che agiscono di concerto.

Il comma 4-*ter* dell'articolo 101-*bis* del TUF risulta, poi, modificato per mero coordinamento con il comma 4-*bis*: poiché quest'ultimo prevede, nella sua nuova formulazione, un elenco di presunzioni relative, le fattispecie definite dalla Consob si qualificano come ulteriori rispetto alle prime.

Il comma 4-*quater* del medesimo articolo 101-*bis* del TUF introduce la nuova definizione di "I

camerale Deposito Arrivo, 17 settembre 2025, Prot. 2025/000176111

definizione di “parti dell’offerta” prevista dalla direttiva 2004/25/CE. La previsione si collega alla revisione dell’articolo 103, comma 2, che fa riferimento alla nuova definizione nel delimitare il novero dei soggetti sottoposti ai poteri di vigilanza informativa della Consob. La nuova definizione assicura che tali poteri possano continuare a essere esercitati anche nei confronti di soggetti che, pur trovandosi in una delle condizioni precedentemente qualificate come presunzioni assolute di concerto, abbiano dato prova contraria alla esistenza del concerto stesso.

Nell’articolo 103, comma 2, il riferimento agli emittenti, offerenti, alle persone che agiscono di concerto con essi è sostituito con un rinvio alla nuova nozione di “parti interessate”. In questo modo, i poteri di carattere informativo della Consob possono continuare a essere esercitati anche nei confronti di soggetti che, ai sensi del nuovo regime sulle presunzioni, abbiano fornito prova contraria all’esistenza di un concerto (come, appunto, ora reso possibile dal nuovo articolo 101-bis, comma 4-bis). Così facendo si è assicurato che il nuovo regime delle presunzioni di concerto non riduca in alcun modo l’informazione accessibile al mercato e alla Consob.

La **lettera c)** interviene sull’articolo 101-ter del TUF relativamente a profili redazionali.

La **lettera d)** modifica l’articolo 102 del TUF, innovando la disciplina in materia di obblighi degli offerenti, poteri della Consob e procedimento di offerta.

Il nuovo comma 3-bis dell’articolo 102 del TUF prevede la possibilità di redigere il documento di offerta in inglese. La locuzione usata è, in realtà, quella della “lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale” ed è ripresa, per omogeneità, dal regolamento (UE) 2017/1129, relativo al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato. Se il documento è redatto in una lingua diversa dall’italiano, è comunque richiesto che sia redatta una nota di sintesi in italiano.

Le modifiche al comma 4 sono di carattere redazionale, volte a meglio chiarire e precisare i contenuti e le finalità delle disposizioni.

In caso di emersione di notizie o indiscrezioni aventi a oggetto la preparazione o la promozione di una offerta (i così detti *rumors*), si è poi attribuito uno specifico potere alla Consob, ispirato alla regola del *Takeover Code* del *put up or shut up*. L’Autorità di vigilanza potrà stabilire un termine entro il quale il potenziale offerente dovrà rendere nota la effettiva decisione di promuovere una offerta e, in caso di mancata risposta o di risposta negativa da parte del potenziale offerente, a costui sarà inibito per i successivi dodici mesi di promuovere una offerta sui titoli del medesimo emittente.

Si è dunque preso atto che non è realistico pensare che la intenzione di lanciare una offerta pubblica di acquisto o scambio maturi in modo pressoché istantaneo; viceversa, la determinazione di promuovere una offerta è normalmente preceduta da una articolata e protratta fase propedeutica e tale fase propedeutica può essere fondamentale non solo per l’eventuale offerente, ma, a ben vedere, anche per gli amministratori della società i cui titoli sono interessati dall’offerta. Ma, preso atto di ciò, si è del pari giudicato necessario prevedere uno strumento che, in presenza di *rumors*, consenta di dare certezza e trasparenza.

La **lettera e)** reca le modifiche all'articolo 103 del TUF. Le modifiche sono coordinate a quelle apportate all'articolo 101-*bis*.

Nel comma 2, il riferimento agli emittenti, agli offerenti, alle persone che agiscono di concerto con essi è sostituito con un rinvio alla nuova nozione di “parti interessate”. In questo modo, i poteri di carattere informativo della Consob possono continuare a essere esercitati anche nei confronti di soggetti che, ai sensi del nuovo regime sulle presunzioni, abbiano fornito dato prova contraria all’esistenza di un concerto (come, appunto, ora reso possibile dal nuovo art. 101-*bis*, comma 4-*bis*). Così facendo si è assicurato che il nuovo regime delle presunzioni di concerto non riduca in alcun modo la informazione accessibile al mercato e alla Consob.

Al comma 4 è inserita, nell'elenco, la lettera a-*bis*). L'articolo 1, paragrafi 4, lettera f), e 5, lettera e), del regolamento prospetto, prevede un’esenzione da prospetto con riguardo all’offerta al pubblico/ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato di “titoli offerti in occasione di un’acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, a condizione che sia reso disponibile al pubblico un documento secondo le modalità di cui all’articolo 21, paragrafo 2, contenente informazioni che descrivono l’operazione e il suo impatto sull’emittente”. Le citate esenzioni di cui ai paragrafi 4, lettera f), e 5, lettera e), si applicano solo ai titoli di capitale e solo in taluni casi, tra cui quello in cui l’Autorità di sorveglianza competente abbia rilasciato un’approvazione preventiva del documento. Al fine di conferire certezza sulle regole applicabili in materia, alla luce del quadro normativo di riferimento eurounitario, si ritiene opportuno inserire una norma che consenta alla Consob di definire finalità, tempistiche e poteri istruttori connessi all’approvazione da parte della medesima del suddetto documento di esenzione nel caso in cui i titoli siano offerti nell’ambito di un’offerta pubblica di scambio o di acquisto e scambio.

La **lettera f)** interviene sull'articolo 106 del TUF. I commi 1-*bis* e 1-*ter* sono soppressi al fine di prevedere, quale presupposto in presenza del quale far scattare l’obbligo di opa totalitaria, una soglia unica del 30%, in coerenza con quanto previsto in numerosi altri ordinamenti europei e nel pieno rispetto dei margini discrezionali lasciati agli Stati membri dalla direttiva 2004/25/CE.

Al comma 2, al fine di contenere l’onere riconnesso all’acquisto della partecipazione di controllo attraverso l’OPA, si dispone di diminuire – nel pieno rispetto dei margini discrezionali lasciati agli Stati membri dalla direttiva 2004/25/CE – da dodici a sei mesi il periodo prima dell’offerta da prendersi in considerazione ai fini della determinazione del prezzo dell’offerta obbligatoria totalitaria.

Le due innovazioni (soglia unica e periodo di riferimento più breve ai fini della determinazione del prezzo) mirano a realizzare una opportuna semplificazione, in linea con i principi e criteri direttivi, orientata ad accrescere la dinamicità (e quindi l’efficienza) del mercato del controllo.

Al medesimo comma, si è specificato anche che, qualora il superamento della soglia indicata nel comma 1 sia avvenuto a seguito dell’acquisto di azioni a voto plurimo, l’offerta è promossa al medesimo prezzo pagato per l’acquisto delle predette azioni, se più elevato.

Al comma 3 le modifiche riguardano, l'elenco in esso contenuto, la lettera a), per coordinamento con l’intervento effettuato al comma 1, e la lettera b), che definisce la potes

regolamentare della Consob 2020/1759

sussista un obbligo di offerta in capo a coloro che già detengono partecipazioni almeno pari a quella prevista nel comma 1 per effetto di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, superiori al cinque per cento. Le modifiche innalzano al dieci per cento l'ammontare dei diritti di voto ulteriori alla cui acquisizione può conseguire l'obbligo di offerta (la c.d. OPA da consolidamento).

Al comma 5 si modifica la lettera *e*), includendo espressamente tra le esenzioni dall'obbligo di offerta pubblica d'acquisto previste nel caso di superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lettera *b*), conseguente ad operazioni di fusione o scissione, il conferimento in natura, in quanto operazione economicamente e funzionalmente analoga alla fusione e/o alla scissione sotto tutti i profili rilevanti. Ai commi 4 e 5 sono, inoltre, eliminati i riferimenti ai commi 1-*bis* e 1-*ter*.

La **lettera g)** modifica l'articolo 107 del TUF. Al fine di contenere l'onere riconnesso all'acquisto della partecipazione di controllo attraverso l'OPA, si dispone di:

- (i) diminuire dal sessanta al cinquanta per cento dei titoli l'oggetto dell'opa preventiva che esime dall'obbligo di successiva offerta obbligatoria totalitaria (articolo 107, comma 1); e
- (ii) specificare che il regolamento con cui la Consob disciplina le modalità di approvazione dell'offerta preventiva di cui al comma 1 dell'articolo 107 del TUF, prevede l'uso di comunicazioni elettroniche da parte degli intermediari depositari delle azioni e che tali comunicazioni consentono ai titolari delle stesse di esprimere il loro giudizio in via telematica (articolo 107, comma 2);
- (iii) ridurre il periodo di tempo rilevante ai fini della promozione dell'OPA obbligatoria nei casi di cui all'articolo 107, comma 3.

La **lettera h)** modifica l'articolo 108, comma 5, del TUF, in materia di corrispettivo, definendo i diritti del possessore dei titoli ancora in circolazione in seguito ad una offerta totalitaria. In particolare, nel caso in cui siano offerti strumenti finanziari diversi da titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'Unione europea, è riconosciuto il diritto di esigere un corrispettivo in danaro, determinato secondo i criteri stabiliti con regolamento dalla Consob.

La **lettera i)** modifica l'articolo 109 del TUF. Nel comma 2, il riferimento ai patti parasociali, anche nulli, è sostituito, per mero coordinamento, da un rinvio ai patti rilevanti ai sensi dell'articolo 101-*bis*, comma 4-*bis*, lettera *a*). In questo modo, tanto la esclusione dell'obbligo di offerta, quale conseguenza del mero accordo, quanto la retrodatazione degli acquisti alla data dell'accordo concluso nei dodici mesi precedenti sono riferite, per maggiore precisione, alle sole ipotesi di concerto rilevante ai sensi della nuova disciplina, ossia a quelle in cui non sia stata fornita prova della mancanza dei requisiti del concerto stesso.

La **lettera l)** amplia l'ambito di esercizio del diritto di acquisto, di cui all'articolo 111, da un lato prevedendo che il superamento della soglia che dà diritto di acquisto non deve avvenire solo a seguito di offerta pubblica



totalitaria, ma può essere integrato anche attraverso acquisti avvenuti in adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108; dall'altro, riducendo dal 95 al 90 per cento la soglia di titoli la cui detenzione fa sorgere il diritto di acquisto (articolo 111, comma 1).

Inoltre, si modifica l'articolo 111 del TUF per estendere l'operatività del diritto di *squeeze-out* anche a strumenti finanziari diversi dai "titoli", come definiti dall'art. 93-bis, comma 1, lettera c). Ciò consente in particolare di ricomprendere anche le azioni di risparmio, indipendentemente dal livello di flottante che esse rappresentano, ritenendosi applicabile la medesima *ratio*.

La **lettera m)** abroga l'articolo 112 del TUF, relativo alle "disposizioni di attuazione". La disposizione risultava: per un verso, pleonastica in relazione ai generici poteri regolamentari che menzionava, essendo gli stessi già puntualmente riconosciuti in capo alla Consob nei precedenti articoli; e, per altro verso, inopportuna in relazione ad eventuali ulteriori generici ambiti di intervento.

La **lettera n)** inserisce un articolo 112-bis del TUF, che introduce nell'ordinamento la procedura di acquisto totalitario delle azioni su autorizzazione dei soci. Tale procedura che riprende e adatta lo *scheme of arrangement* di taluni ordinamenti di *common law*, utilizzato anche per la vendita di partecipazioni in società quotate (e, a tal fine, regolato pure dal *Takeover Code*). Si tratta di uno strumento che ha dato all'estero buona prova di sé e che consente, sotto questo riguardo, di allineare il nostro sistema alle migliori pratiche internazionali.

Il comma 1 definisce l'assemblea straordinaria quale luogo deputato all'assunzione della deliberazione volta a far acquisire a un soggetto individuato dall'organo amministrativo la totalità delle azioni della società, mentre il comma 2 stabilisce le modalità di determinazione del prezzo. I commi 3 e 4 attribuiscono, rispettivamente, un ruolo proattivo all'organo amministrativo, chiamato a individuare il potenziale acquirente e a darne notizia all'Autorità e al pubblico, nonché a definirne i compiti – comma 4 – con riguardo alla relazione preordinata a consentire l'apprezzamento della proposta. È stabilito il periodo minimo intercorrente tra la pubblicazione della relazione e lo svolgimento dell'assemblea straordinaria.

Il comma 5 stabilisce che ai fini della deliberazione di approvazione della cessione, da adottarsi come anticipato in sede di assemblea straordinaria, debba constare anche il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi:

- dal socio che abbia presentato la proposta e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, se già azionisti della società, e
- dal socio o dai soci che detengano, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore a un decimo del capitale sociale.

Il comma 6 prevede che non operino, ai fini della deliberazione, le limitazioni al diritto di voto previste nei patti parasociali. Il trasferimento delle azioni ha effetto con la iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese o alla diversa data stabilita nella deliberazione stessa. L'ultimo periodo del comma stabilisce la non opponibilità, nei confronti dell'acquirente, delle eventuali limitazioni al trasferimento delle azioni previste nello statuto e nei patti parasociali.



Il comma 7 attribuisce alla Consob un potere regolamentare volto a disciplinare il contenuto della comunicazione che l'organo amministrativo, ai sensi del comma 3, è tenuto ad effettuare, le ipotesi in cui tra la data della comunicazione di cui al comma 3 e il giorno antecedente l'assemblea straordinaria sia promossa un'offerta pubblica di acquisto sulle medesime azioni della società, la correttezza e la trasparenza delle operazioni sulle azioni oggetto di cessione, gli effetti sul corrispettivo della proposta degli acquisti di azioni che ne sono oggetto, effettuati dall'acquirente o dalle persone che agiscono di concerto con esso dalla comunicazione di cui al comma, le modificazioni alla proposta.

Ai sensi del comma 8 la Consob può, in pendenza della procedura, sospendere o dichiarare decaduta la proposta, al ricorrere delle circostanze indicate.

Il comma 9 è finalizzato a garantire la correttezza del prezzo assicurando lo stesso livello di tutela in punto di determinazione del corrispettivo che i soci avrebbero in caso di acquisto tramite OPA.

Il comma 10 attribuisce alla Consob, ai fini dell'esercizio delle funzioni di vigilanza previste dall'articolo, il potere di acquisire informazioni e notizie nei modi – e verso i soggetti – di cui alle lettere a) e b) del comma 1 dell'articolo 115.

Il comma 11 tratta dei casi di possibile presenza di notizie o indiscrezioni diffuse tra il pubblico in merito a una possibile procedura di vendita totalitaria e di irregolarità nell'andamento del mercato dei titoli interessati, stabilendo che nei confronti degli acquirenti si applichino i commi 5 e 6 dell'articolo 114 ed i relativi eventuali obblighi di comunicazione al mercato.

Il comma 12 stabilisce che ad emittenti, acquirenti e persone che agiscono con essi di concerto si applicano, dalla data della comunicazione alla Consob e al pubblico prevista dal comma 3 e fino a sei mesi dal trasferimento delle azioni, i commi 5 e 6 dell'articolo 114 e gli eventuali obblighi di comunicazione al mercato, nonché gli obblighi di informazione nei confronti della Consob di cui all'articolo 115.

L'articolo 6 reca le modifiche al Titolo III della Parte IV del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, in materia di emittenti.

Nell'esercizio della delega conferita dall'articolo 19 della legge n. 21 del 2024, il Governo è tenuto ad attenersi, tra gli altri, ai seguenti i principi e criteri direttivi generali (cfr. comma 2):

« [...] a) sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali; [...]

b) aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi il relativo sistema sanzionatorio, la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, anche con riferimento alle soglie di partecipazione, in linea con gli standard internazionali, e la possibilità di prevedere sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, riducendo gli obblighi e gli oneri previsti a legislazione vigente;

c) facilitare il passaggio dalla quotazione nei mercati non regolamentati a quella nei mercati regolamentati; [...] e) semplificare le regole del governo



societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina [...]».

Come evidenziato nel Libro Verde su «La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita» pubblicato dal Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro nel 2022, l'ordinamento societario italiano e, in particolare, la normativa sugli assetti organizzativi e amministrativi delle società quotate presenta peculiarità tipicamente nazionali, conducendo a vincoli più stringenti e oneri maggiori rispetto a quanto richiesto dal diritto europeo (anche in esito a fenomeni di c.d. *gold-plating*), che non trovano giustificazione in effettive esigenze di tutela.

Tale circostanza, unitamente a un giudizio di complessiva vetustà del sistema rispetto all'evoluzione che, nel tempo, ha caratterizzato gli assetti proprietari e le dinamiche di governo delle società quotate italiane, conduce a individuare nella medesima normativa una delle principali aree di intervento per l'attuazione degli obiettivi di semplificazione e di sviluppo della competitività previsti dalla legge di delega.

In questa prospettiva, la riforma traccia una distinzione, metodologica e sostanziale, tra società che si apprestano alla quotazione e società che, al momento dell'entrata in vigore del decreto legislativo di attuazione, risultino già quotate.

Avuto riguardo alle seconde (per le società che si apprestano alla quotazione si vedano, invece, gli interventi in materia di emittenti di nuova quotazione e la relativa relazione illustrativa), la riforma consiste in una revisione della Parte IV, «Disciplina degli emittenti», del Testo unico della finanza e, tra le altre cose, del relativo Titolo III, Capo II «Disciplina delle società con azioni quotate».

In particolare, le modifiche proposte in relazione ad alcuni tra gli articoli da 119 a 147-*quinquies* del Testo unico della finanza sono finalizzate a favorire la competitività del mercato, aumentando la propensione delle imprese italiane ad accedervi e a permanervi, con l'obiettivo di arginare i fenomeni di “fuga” verso gli ordinamenti stranieri.

Le modifiche riguardano le seguenti aree di disciplina: (i) l'informazione societaria; (ii) gli assetti proprietari; (iii) l'assemblea; (iv) la concorrenza tra mercati e il c.d. *downlisting*.

La revisione delle regole in tali materie alla luce dei principi e dei criteri direttivi della legge delega è avvenuta sulla base di un'analisi dell'evoluzione degli istituti e di una valutazione di coerenza degli stessi con l'attuale contesto internazionale e con le esigenze di tutela dei nuovi interessi, eliminando talune forme di *gold-plating* e verificando quali presidi non appaiano più giustificati e quali, invece, possano, specie in specifici contesti, incentivare gli investimenti.

Le modifiche previste agli artt. 113-*bis* e 113-*ter*, in particolare, mirano ad incrementare le possibilità di investimento per i risparmiatori italiani, attraverso interventi – quali, inter alia, la semplificazione del regime dell'ammissione a negoziazione di quote/azioni di Oicr aperti in Italia e la semplificazione degli obblighi di pubblicazione delle informazioni regolamentate – volti ad incentivare la quotazione, nonché a favorire una più efficiente canalizzazione del risparmio verso l'economia reale.

In tema di informativa societaria, si interviene sul contenuto della relazione sul governo societario (cfr. nuovo art. 123-*bis*) al fine di allineare il relativo contenuto alle esigenze di informativa:   da diffusione delle

nuove tecnologie e, in particolare, dall'impiego di sistemi di intelligenza artificiale.

Nello specifico, l'articolo 6 del presente decreto, modifica il Titolo III della parte IV del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, e segnatamente, al **comma 1**:

La **lettera a)** modifica il comma 3 dell'articolo 113-*bis* del TUF. La nuova previsione è volta a semplificare il regime dell'ammissione a negoziazione di quote o azioni di Oicr aperti, per il quale il diritto dell'Unione non prevede un regime di passaporto. In particolare, la necessità di pubblicare un documento di quotazione ad hoc può disincentivare la richiesta di ammissione di Oicr aperti in Italia, in tal modo riducendo le opportunità di investimento per i risparmiatori italiani. Tale requisito è pertanto sostituito con quello, meno oneroso, che prevede la possibilità, per la Consob, di richiedere informazioni alla società di gestione del mercato.

La **lettera b)** modifica i commi 3 e 5 dell'art. 113-*ter* del TUF, contenente le disposizioni generali in materia di informazioni regolamentate, prevedendo:

- (i) l'abrogazione dell'obbligo di pubblicazione delle informazioni regolamentate sui giornali quotidiani nazionali; l'eliminazione dell'obbligo, nel rimuovere una regola più stringente rispetto alla disciplina dell'Unione europea (c.d. *gold-plating*), riduce un costo (diretto e indiretto) legato alla quotazione, senza compromettere il livello di trasparenza informativa a cui sono soggetti gli emittenti, anche considerando l'assenza, nella disciplina vigente, di un obbligo di rendere noto preventivamente su quale quotidiano nazionale le informazioni debbano essere rese disponibili. Al contempo, le informazioni regolamentate sono reperibili su canali informatici facilmente accessibili;
- (ii) una nuova formulazione della lettera a), del comma 5 dell'articolo 113-*ter* volta a rafforzare, dandole copertura legislativa, la finalità di riduzione degli oneri legati all'adempimento degli obblighi informativi in capo agli emittenti. In particolare, la nuova previsione crea un collegamento tra le previsioni regolamentari in materia di deposito delle informazioni presso la Consob e il regolamento (UE) 2023/2858 (c.d. regolamento ESAP) che, in futuro, faciliterà la circolazione, anche in favore delle autorità di vigilanza, delle informazioni regolamentate. A tal fine, il regolamento ESAP offrirà l'opportunità, a beneficio di una maggiore internazionalizzazione, di ampliare le facilitazioni che la disciplina stabilita dalla Consob già prevede per i soggetti che emettano valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato in Italia e che, al contempo, abbiano l'Italia come Stato membro d'origine;
- (iii) una modifica della lettera d), del comma 5 dell'articolo 113-*ter* diretta a favorire, alle condizioni che la Consob determinerà con regolamento in linea con le previsioni di diritto europeo di volta in volta applicabili, l'uso della lingua inglese nella comunicazione di informazioni regolamentate da parte degli emittenti, al fine di ridurre gli oneri legati alla quotazione.



La **lettera c)** abroga l'articolo 117-ter del TUF, in materia di finanza etica, in considerazione della sovrapposizione con la disciplina europea, molto più dettagliata rispetto alla previsione nazionale, che regola la medesima con norme direttamente applicabili (v., ad esempio, il regolamento (UE) 2019/208).

La **lettera d)** apporta modifiche all'articolo 120.

Nello specifico, il comma 2-bis dell'articolo 120 attribuisce alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) il potere di prevedere, per un periodo limitato di tempo, soglie iniziali di comunicazione delle partecipazioni rilevanti inferiori a quella stabilita al secondo comma, pari al 3 per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto (e al 5 per cento per le piccole e medie imprese) in riferimento alle società ad azionariato particolarmente diffuso.

Tale potere non è previsto dalla direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004 (direttiva *Transparency*) sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE. La disposizione è stata introdotta dal decreto-legge 10 febbraio 2009, n. 5, e rafforzata dal decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23, in ottica difensiva, in frangenti di crisi economica e corsi azionari al ribasso.

Le modifiche proposte in riferimento al comma 2-bis mirano pertanto a circoscrivere l'ambito applicativo del potere della Consob al ricorrere di circostanze eccezionali e al rispetto di modalità generalizzate.

Il comma 4-bis è modificato in conseguenza dell'intervento effettuato sull'articolo 106.

La **lettera e)** modifica l'articolo 121 del TUF, recante la disciplina in materia di partecipazioni "reciproche" o "incrociate", funzionale a evitare che il governo societario, tramite le stesse – e quindi tramite l'esercizio reciproco del voto in assemblea e la vicendevole cooptazione tra gruppi di controllo delle società interessate – sia sottratto al mercato. La disciplina non trova riscontro nella direttiva *Transparency* e, sotto il profilo economico, può costituire un ostacolo ad alleanze strategiche tra imprese e fenomeni aggregativi industriali in cui gli incroci possono agevolare il coordinamento.

Per tale motivo e in un'ottica di semplificazione ed eliminazione delle forme di *gold-plating* del diritto europeo, l'intervento ne circoscrive la portata, escludendo la rilevanza dell'ipotesi degli incroci c.d. triangolari. Tanto tramite l'integrale abrogazione del comma 3 dell'articolo 121 e talune modifiche di coordinamento ai successivi commi 5 e 6.

La **lettera f)** modifica l'articolo 123-bis del TUF, che disciplina la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari. Nello specifico, la modifica del comma 2 dell'articolo 123-bis completa e integra, con riferimento all'organo amministrativo, la previsione introdotta nell'articolo 149-ter (Sistemi di monitoraggio e strumenti di controllo) in tema di utilizzo di sistemi automatici e predittivi nell'attività di controllo.

Il contenuto della relazione sul governo societario viene opportunamente integrato inserendovi, ove siano state adottate, un riferimento alle politiche della società in materia di utilizzo e di monitoraggio delle nuove tecnologie, e in particolare dei sistemi di intelligenza artificiale, negli assetti



amministrativi, organizzativi e contabili. Si tratta di un ulteriore strumento di *disclosure* a beneficio del pubblico, con il quale gli emittenti che abbiano adottato le politiche in questione potrebbero dare conto altresì delle modalità con cui essi si conformano alla normativa anche europea eventualmente applicabile (es. regolamento (UE) 2024/1689 sull'intelligenza artificiale – c.d. “AI Act” – e Regolamento DORA) e ai principi da essa ricavabili.

Il contenuto della relazione viene altresì integrato da un riferimento ai rischi informatici derivanti da sistemi automatizzati e alle politiche in materia tecnologica della società, ove adottate. Tale modifica è in linea con il Principio di Corporate Governance dell'OCSE IV.A.8, che annovera i rischi di sicurezza digitale tra i rischi materiali che dovrebbero costituire oggetto di informativa al mercato, anche in un'ottica prospettica, sottolineando l'opportunità di comunicare, insieme alla natura e alla tipologia dei rischi relativi ad una società, le politiche di monitoraggio e di governo dei rischi individuati, inclusi i relativi processi di due diligence svolti.

Tale obbligo di disclosure avrebbe a oggetto politiche e scelte che già oggi sono elaborate ed effettuate periodicamente dall'organo gestorio di numerose società e che assumono una rilevanza crescente per il mercato. Qualora una società non fosse dotata di politiche di tal genere, sarà sufficiente dare atto di tale assenza nella medesima relazione.

La modifica del comma 4 amplia, per coordinamento, il perimetro di verifica della società di revisione, in coerenza con le nuove lettere d-ter) e d-quater) del comma 2 e a quanto previsto nel testo vigente rispetto alle altre lettere del medesimo comma.

A tali modifiche si accompagna l'introduzione all'interno dell'articolo 1 delle definizioni di “sistemi di intelligenza artificiale” e di “rischi informatici” (cfr. *supra*).

La **lettera g)** modifica l'articolo 123-ter del TUF che disciplina la relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche e dei componenti dell'organo di controllo. A livello europeo, la materia è disciplinata dalla direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (direttiva SHRDII). La direttiva SHRDII discorre di “*politica di remunerazione degli amministratori*”, senza riferimenti ai dirigenti con responsabilità strategiche. Per tale motivo, in un'ottica di semplificazione ed eliminazione delle forme di *gold-plating* del diritto europeo, vengono modificati:

- (i) il comma 3, per prevedere che la politica di remunerazione si estende ai dirigenti con responsabilità strategiche *salvo diversa previsione statutaria* (c.d. *opt-out*);
- (ii) i commi 4 e 8, per prevedere che, ove la politica di remunerazione si occupi anche dei dirigenti con responsabilità strategiche, nella seconda sezione della relazione sulla remunerazione le informazioni su tali soggetti sono fornite sempre in forma aggregata, con il venire meno del potere della Consob di stabilire con regolamento i casi in cui tali informazioni devono essere fornite in forma nominativa.

In conformità alla direttiva SHRDII, inoltre, gli Stati Membri possono prevedere che la  liberazione sulla politica di remunerazione  , riflessa nella

prima sezione della relazione disciplinata dall'articolo, abbia carattere vincolante ovvero consultivo. Ai sensi dell'articolo 123-ter del TUF vigente, tale voto è vincolante. Avuto riguardo all'esperienza di altri ordinamenti europei e in un'ottica di semplificazione, si propone di confermare il voto vincolante aprendo tuttavia alla possibilità che lo statuto sociale disponga diversamente, optando per il voto consultivo (c.d. *opt-out*). A tale obiettivo rispondono le modifiche al comma 3-ter, l'inserimento del nuovo comma 3-quater e le modifiche di coordinamento al comma 3-bis.

L'articolo 123-ter del Testo unico della finanza prevede, al comma 4, che la seconda sezione della relazione sulla remunerazione illustri *anche* i compensi corrisposti dalle società collegate (*cfr.* lettera b)). Sul punto, la definizione di "gruppo" richiamata dalla SHRDII (*cfr.* articolo 2, punto 11, della Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio) *non* include invece le società collegate. Per tale motivo, in un'ottica di semplificazione, riduzione degli oneri di *governance* ed eliminazione delle forme di *gold-plating* del diritto europeo, si modifica il comma 4 dell'articolo 123-ter anche (sulle altre modifiche *cfr. supra*) al fine di espungere il riferimento alle società collegate, con venire meno dell'obbligo di fornire informazioni sui compensi da esse corrisposti. Infine, si modifica il comma ottavo della norma anche (sulle altre modifiche *cfr. supra*) per consentire alla Consob, in sede regolamentazione delle informazioni da includere nella seconda sezione della relazione, di differenziare il livello di dettaglio della *disclosure* in funzione non solo della dimensione della società ma anche del sistema di amministrazione e controllo adottato.

La **lettera h)** modifica l'articolo 125-bis del TUF, il cui comma 1 prevede che l'avviso di convocazione dell'assemblea è pubblicato sul sito Internet della società e con le altre modalità previste dalla Consob con regolamento emanato ai sensi dell'articolo 113-ter, comma 3, del TUF, "*ivi inclusa la pubblicazione per estratto sui giornali quotidiani*". In tale contesto, viene abrogato l'obbligo di pubblicare sulla stampa l'estratto dell'avviso di convocazione dell'assemblea di società quotate, onere che non trova riscontro nella direttiva *Transparency* e che rappresenta un costo economico e organizzativo. Tale onere non è infatti giustificato da esigenze di trasparenza societaria, posto che le informazioni regolamentate sono diffuse, stoccate e rese prontamente reperibili tramite altre modalità specificamente disciplinate (SDIR, sito *Internet*, ecc.). Si apportano modifiche anche al comma 4, a fini di coordinamento con ulteriori interventi sulla parte IV.

La **lettera i)** introduce al TUF il nuovo articolo 125-bis.1, rubricato «Modalità di svolgimento dell'assemblea». La modifica è finalizzata a favorire la funzionalità e la fluidità di svolgimento delle assemblee delle società quotate mediante ricorso, anche in via concorrente, a modalità alternative alla riunione "in presenza", in una logica efficientista, di semplificazione organizzativa, di piena trasparenza informativa e parità di accesso alle informazioni, e di razionalizzazione della dialettica assembleare, in linea con le esigenze di contenimento della durata dei lavori, di incremento del livello qualitativo dell'illustrazione dell'organo amministrativo sulle questioni più rilevanti, nonché di snellimento degli interventi. Inoltre, l'esperienza emergenziale degli ultimi anni e, a seguire, le novità introdotte dalle legge Capitali sul ricorso esclusivo al rappresentante designato hanno dimostrato



che l'accessibilità della riunione a distanza è un fattore propulsore della partecipazione assembleare.

Su tali basi, si propone di introdurre il nuovo articolo 125-bis.1 in base al quale, in mancanza di opzione statutaria espressa (*cfr. infra*), le modalità di svolgimento della riunione assembleare sono decise dall'organo amministrativo. In particolare, esso può prevedere che l'assemblea si svolga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione ovvero che l'intervento e l'esercizio del diritto di voto avvengano esclusivamente tramite rappresentante designato dalla società ai sensi dell'articolo 135-undecies; può, inoltre, prevedere l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica ai sensi dell'articolo 2370, comma quarto, del Codice civile (*cfr. comma 1*)

Tale decisione è assunta dall'organo di amministrazione nel rispetto di taluni presidi di tutela, basati sulla valorizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti e del consiglio di sorveglianza, e la determinazione, in modo equo e trasparente tramite regolamento, di condizioni e modalità partecipative idonee ad assicurare garanzie adeguate all'esercizio ordinato e trasparente dei diritti degli azionisti (*cfr. comma 1 e comma 2*). Tale regolamento dovrà essere pubblicato sul sito internet della società e richiamato nell'avviso di convocazione di ciascuna assemblea. Ne discende che le regole procedurali di ciascuna assemblea saranno quelle richiamate nell'avviso di convocazione di riferimento.

In deroga al comma 1, i soci hanno comunque la facoltà di prevedere nello statuto sociale che l'assemblea possa svolgersi esclusivamente tramite ricorso al rappresentante designato oppure esclusivamente tramite ricorso a mezzi di telecomunicazione oppure prevedendo esclusivamente il voto per corrispondenza o in via elettronica. Lo statuto potrà eventualmente combinare il ricorso ai mezzi di telecomunicazione con la previsione del voto per corrispondenza o in via elettronica o con il ricorso al rappresentante designato in via esclusiva (*cfr. comma 3, che rinvia al comma 1, secondo e terzo periodo*). Nel prevedere il ricorso a tali modalità, lo statuto potrà altresì circoscriverla a determinate tipologie di delibera.

Nell'ottica di contenere gli interventi di "mero disturbo" e agevolare, così, il processo assembleare, lo statuto o il regolamento adottato dal consiglio di amministrazione possono, in ogni caso in cui l'assemblea si celebri con la riunione fisica dei soci ovvero mediante mezzi di telecomunicazione, limitare la partecipazione alla discussione in assemblea a una soglia individuale di possesso azionario, comunque non superiore all'uno per mille del capitale sociale, sulla base delle azioni possedute al termine della giornata indicata nell'articolo 83-sexies, comma 2, del TUF; restano fermi il diritto di presentare proposte di deliberazione e di porre domande nei termini e alle condizioni previste rispettivamente dagli articoli 126-bis e 127-ter del Testo unico della finanza, a tutela delle esigenze informative di tutta la compagine sociale.

Il successivo comma 5 stabilisce che, ove lo statuto sociale o la delibera di cui al comma 1 prevedano che l'assemblea si svolga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione o mediante il rappresentante designato, i soci titolari, anche congiuntamente, di un ventesimo del capitale sociale con diritto di voto per le materie all'ordine del giorno (ovvero dell'aliquota inferiore eventualmente prevista dallo statuto) possono richiedere, nel termine di cinque giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, che questa si celebri anche con la riunione fisica dei soci, nello stesso luogo.

Ove sia stata esercitata tale facoltà, il Consiglio di amministrazione provvede a darne notizia integrando l'avviso di convocazione di cui all'articolo 125-*bis*, entro i tre giorni successivi. Resta ferma la disciplina di cui al comma 4 e, quindi, la possibilità di prevedere una soglia individuale di possesso azionario ai fini della partecipazione alla discussione.

Infine, al comma 6, la disciplina prevista dai commi 1, 2, 3 e 5 viene estesa alle società le cui azioni sono scambiate su un sistema multilaterale di negoziazione.

Il comma 7, al fine di consentire l'applicazione della nuova disciplina di cui ai commi da 1 a 3 anche alle società cooperative. Anche per le società cooperative è prevista la possibilità per un certo numero di soci di chiedere, nel termine di sette giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, che questa si celebri con la riunione fisica degli azionisti nello stesso luogo. Tale numero è definito dallo statuto e comunque non può essere superiore a taluni limiti definiti in ragione del numero complessivo dei soci.

Quanto alle modifiche introdotte dalle **lettere l) e n)**, si evidenzia quanto segue. L'esperienza normativa e la prassi degli ultimi anni nello svolgimento delle assemblee riflettono un'evoluzione in atto da tempo nelle società quotate. La professionalizzazione dell'azionariato, la condotta più attiva degli investitori istituzionali, lo sviluppo di forme di dialogo extra-assembleare, per un verso, e la possibilità, introdotta dalla legge Capitali, di prevedere il ricorso esclusivo al rappresentante designato (*cfr.* articolo 135-*undecies*.1 del TUF), per altro verso, hanno determinato una anticipazione della formazione della volontà dei soci a una fase pre-assembleare, con ridimensionamento della funzione dell'adunanza assembleare quale momento informativo e di dibattito. Il modello decisionale anticipato appare quello più coerente con le nuove esigenze della società quotate, qualunque siano le modalità di svolgimento dell'assemblea. Le disposizioni introdotte dalla legge Capitali solo per il caso di assemblea da svolgersi mediante ricorso al rappresentante designato in via esclusiva sull'anticipazione dei termini per la presentazione delle proposte individuali di delibera o della risposta alle domande presentate prima dell'assemblea e sulla formulazione anticipata e conseguente conoscibilità di tutte le proposte di delibera sulle materie all'ordine del giorno offrono un valido riferimento. In questo contesto e in coerenza con le novità introdotte in materia di modalità di svolgimento dell'assemblea (*cfr.* nuovo articolo 125-*bis*.1 del Testo Unico), gli articoli 126-*bis* e 127-*ter* del TUF sono modificati per realizzare l'anticipazione dell'informativa pre-assembleare e dei termini di esercizio dei diritti dei soci. In linea con tali interventi, si elimina altresì la possibilità per il singolo azionista di presentare proposte di delibera individuali in assemblea, riconoscendo invece la possibilità di presentare integrazioni dell'ordine del giorno e proposte di delibera sulle materie all'ordine del giorno, nei termini attualmente previsti dal TUF, solo ad una minoranza qualificata di azionisti, in linea con quanto previsto dall'articolo 6, par. 2, della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti delle società quotate (SHRD).

La **lettera l)** modifica l'articolo 126-*bis*. Nello specifico, si elimina il diritto individuale di presentare proposte di deliberazione in assemblea, non previsto dalla disciplina europea. Resta fermo il diritto di presentare proposte di delibera sui punti all'ordine del giorno dell'assemblea da parte

dei soci che rappresentino anche congiuntamente un quarantesimo del capitale sociale. I termini sono rimodulati rispetto a quelli attualmente previsti dal Testo unico della finanza al fine di consentire la presentazione di proposte di delibera sui punti che figurano all'ordine del giorno ad esito di una integrazione.

Il periodo aggiunto al comma 1 stabilisce che delle integrazioni all'ordine del giorno è data notizia, nelle stesse forme prescritte per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, entro gli otto giorni successivi alla pubblicazione dell'avviso stesso, ovvero entro i cinque giorni successivi alla pubblicazione del medesimo avviso prima dell'assemblea per le assemblee previste dagli articoli 2446 c.c. (Riduzione del capitale sociale per perdite), 2447 c.c. (Riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale) e 2487 c.c. (Nomina e revoca dei liquidatori) – richiamati dall'articolo 125-*bis*, comma 3 - che richiama o per deliberare atti o operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta pubblica, ai sensi dell'articolo 104, comma 2.

Il riferimento alla certificazione come strumento di legittimazione all'esercizio del diritto viene eliminato e sostituito da un riferimento all'articolo 83-*quinquies*, che demanda alla potestà regolamentare delle autorità la scelta tra certificazione e comunicazione (essendo attualmente previsto il ricorso alla comunicazione, ai sensi dell'articolo 43 del Provvedimento Unico sul *Post-trading* della Consob e della Banca d'Italia, del 13 agosto 2018, relativo alle comunicazioni concernenti la legittimazione all'esercizio di taluni diritti sociali).

La **lettera n)** modifica l'articolo 127-*ter*, al fine di prevedere un nuovo comma 3-*bis*, per specificare che, qualora l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto avvengano esclusivamente tramite il rappresentante designato dalla società ad esito di una scelta statutaria o consiliare ai sensi dell'articolo 125-*bis*.1, il diritto di porre domande è esercitabile soltanto prima dell'assemblea e le risposte della società sono fornite almeno tre giorni prima (in luogo dei due giorni previsti in via ordinaria nella fattispecie di cui al comma 1-*bis* per l'ipotesi in cui la società preveda che sia fornito un riscontro alle domande prima dell'assemblea).

Si apportano ulteriori modifiche di coordinamento.

La **lettera m)** prevede una modifica di coordinamento all'articolo 127 in materia di voto per corrispondenza o in via elettronica, facendo ora rinvio normativo ai casi previsti dall'articolo 125-*bis*.1 comma 1.

La **lettera o)** modifica l'articolo 133 del TUF. Uno dei modi per contribuire allo sviluppo e alla maturazione del mercato dei capitali italiano, che soffre strutturalmente di problemi di sottodimensionamento, è rendere più agevole la mobilità tra mercato regolamentato e sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), quali i mercati di crescita per le piccole e medie imprese (c.d. mercato *Growth*). Negli ultimi anni, proprio il mercato *Growth* è quello che ha conosciuto la crescita più significativa. Tale successo può essere sfruttato per favorire l'accesso e la permanenza delle imprese sul mercato dei capitali. Il passaggio dal mercato regolamentato al sistema multilaterale di negoziazione (c.d. *downlisting*) è tipicamente funzionale a conseguire una riduzione degli oneri di *compliance* e organizzativi. Da tale prospettiva, anche alla luce dell'esperienza di altri paesi europei, favorire il *downlisting*, nel rispetto di



talune cautele, significa creare un'alternativa valida al definitivo abbandono del mercato (c.d. *delisting*).

Il nuovo comma dell'articolo 133 è volto a consentire alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani di richiedere il trasferimento delle negoziazioni dei propri strumenti finanziari su un sistema multilaterale di negoziazione tramite una deliberazione dell'assemblea adottata in sede straordinaria con le maggioranze previste dalla Consob con regolamento. È richiesto il rispetto delle seguenti ulteriori condizioni, poste a tutela degli azionisti: (i) il gestore del mercato regolamentato (di provenienza) accerta che il sistema multilaterale (di destinazione) assicuri un livello di tutela equivalente a quello di cui al Titolo II, Capo II, Sezione II del Testo unico della finanza in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, secondo criteri stabiliti dalla Consob con regolamento; (ii) la predetta deliberazione è adottata almeno due mesi prima del trasferimento delle negoziazioni; (iii) la società assicura almeno due mesi prima della data prevista per il trasferimento la diffusione di informazioni circa ragioni e conseguenze dell'operazione per gli investitori, secondo modalità stabilite dalla Consob con regolamento.

La **lettera p)** modifica l'articolo 135-*bis* del TUF recante la disciplina delle società cooperative. Nello specifico, si apporta una modifica di coordinamento in conseguenza dell'intervento effettuato all'articolo 126-*bis*, comma 2.

La **lettera q)** modifica la rubrica dell'articolo 135-*undecies* del TUF e prevede l'inserimento di un nuovo comma 5-*bis*, volto a consentire anche alle società le cui azioni sono scambiate su un sistema multilaterale di negoziazione e alle società previste dall'articolo 2325-*ter* del Codice civile (emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante), ivi incluse le società cooperative, di prevedere, mediante opzione statutaria, che l'intervento in assemblea possa avvenire anche mediante il rappresentante designato dalla società.

La **lettera r)** abroga per coerenza l'articolo 135-*undecies*.1 del TUF posto che la disciplina dallo stesso prevista è confluita nel nuovo articolo 125-*bis*.1 (*“Modalità di svolgimento dell'assemblea”*) e/o è stata generalizzata (cfr. modifiche agli articoli 126-*bis* e 127-*ter* del TUF), nonché l'articolo 135-*duodecies*, alla luce delle modifiche apportate alla Sezione II.

La **lettera s)** introduce al TUF un nuovo articolo 147-*bis*.1, rubricato *“Principi sulla composizione degli organi”*, che reca una norma programmatica o *“di principio”* applicabile a tutte le società quotate (cfr. articolo 119 del TUF, che fissa l'ambito di applicazione del Capo rilevante), volta a prevedere che gli organi di amministrazione e controllo delle medesime società, sono eletti secondo le norme previste dallo statuto sociale nel rispetto delle specifiche prescrizioni applicabili, che promuovono e favoriscono professionalità, rappresentatività e diversità delle composizioni complessive degli organi interessati. Tale disposizione, che si connette alla maggiore autonomia statutaria concessa agli emittenti di nuova quotazione nel contesto del più ampio intervento di modifica (cfr. *infra* la nuova Sezione V.1 del Capo II, Titolo III, della Parte IV del TUF), indica con portata generale le finalità che le



previsioni rilevanti degli statuti sociali devono perseguire, sia pure con varie modalità e/o diverse intensità.

La **lettera t)** modifica l'articolo 147-ter. Si prevedono interventi, per la maggior parte, di mero coordinamento. La rubrica dell'articolo «Elezione e composizione del Consiglio di amministrazione» viene sostituita dalla seguente «Elezione degli amministratori con il voto di lista». Si tratta di una modifica di coordinamento, volta a tenere conto delle regole previste dalla nuova Sezione V.1 sugli emittenti di nuova quotazione in materia, tra l'altro, di elezione del Consiglio di amministrazione.

Al primo comma la deroga statutaria prevista per le società cooperative, attualmente prevista nell'ultima parte del primo comma, viene inserita nella prima parte per coerenza della materia, poiché nella prima parte si tratta del potere attribuito a Consob di stabilire la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste di candidati per l'elezione del Consiglio di amministrazione.

Al comma 1-bis si sostituisce il riferimento alla certificazione con un riferimento alla comunicazione ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto.

Al comma 1-ter viene soppresso, in quanto superfluo, il riferimento all'applicabilità del comma in questione anche alle società che adottano il sistema monistico. La norma risulta infatti già di per sé applicabile al Consiglio di amministrazione, organo tipico sia del sistema tradizionale sia sistema monistico, mentre per il comitato per il controllo sulla gestione vale la regola di cui al nuovo articolo 148, comma 1.

Al comma 3 il riferimento al sistema monistico viene sostituito con il riferimento alle società che adottano il modello di corporate governance basato su un comitato per il controllo sulla gestione.

Al comma 4 il riferimento al collegio sindacale viene sostituito con quello dell'organo di controllo e il riferimento al sistema monistico viene sostituito con il riferimento alle società che adottano il modello di corporate governance basato su un comitato per il controllo sulla gestione.

Al nuovo comma 4-bis, nel ribadire il principio secondo il quale l'amministratore indipendente, qualora dovesse perdere i requisiti di indipendenza, ha l'obbligo di informarne immediatamente la società e decade *ex lege* dalla carica, si specifica che tale decadenza non si verifica nel caso in cui il numero residuo di consiglieri indipendenti nell'organo sia sufficiente ad assicurare il rispetto delle disposizioni di legge e di statuto.

La **lettera u)** modifica l'articolo 147-*quater* del TUF in materia di composizione del consiglio di gestione abrogandone il comma 1: la prima parte del comma 1 è eliminata per coerenza con la natura del consiglio di gestione di organo composto da amministratori cui compete la gestione, per i quali non è richiesta l'indipendenza; la seconda parte del comma 1 è eliminata in quanto superflua.

La **lettera v)** modifica l'articolo 147-*quinquies* del TUF. La rubrica della disposizione è modificata a fini di chiarezza. Il comma 1 contiene sia una modifica meramente lessicale sia una riformulazione del principio secondo cui il difetto dei requisiti comporta la decadenza dalla carica. Il nuovo comma 2 introduce lo strumento regolamentare allo scopo di chiarire l'applicazione dei



requisiti di legge alle persone giuridiche che rivestano il ruolo di amministratore di società quotate.

La **lettera z)** introduce al TUF il nuovo articolo 147-*sexies* rubricato «Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi». La nuova disposizione mira a chiarire l'equilibrio all'interno dell'organo amministrativo quanto alle competenze in materia di controllo interno e gestione dei rischi. Il comma 1 precisa che è di competenza degli organi delegati la cura dell'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Il comma 2 dispone che costituisce compito del Consiglio di amministrazione valutare e coordinare le funzioni coinvolte nel sistema di controllo dei rischi. Il comma 3 introduce il principio che deve essere assicurata la rappresentazione unitaria dei rischi ai quali la società risulta esposta, tenuto conto delle dimensioni e dalla natura dell'impresa in questione. Tale funzione viene attribuita al comitato preposto al controllo dei rischi o all'amministratore a cui è attribuita tale funzione.

La **lettera aa)** modifica il vigente articolo 148 del TUF, sostituendolo con una nuova disposizione normativa. Segnatamente, il vigente comma 1 è eliminato perché replica la norma nel Codice civile sulla composizione del collegio sindacale. Il nuovo comma 1 – corrispondente all'attuale 1-*bis* – contiene modifiche di ordine meramente lessicale, cui si aggiunge nel primo periodo una modifica che mira a chiarire il meccanismo di calcolo per l'applicazione della regola sulle quote di genere.

Le previsioni di cui agli attuali commi 2 e 2-*bis* vengono spostate nel nuovo articolo 148.1 del TUF.

Il nuovo comma 2 contiene la sostituzione del riferimento ai sindaci con quello dei componenti dell'organo di controllo e un riferimento alle unioni civili; alla lettera *b)* si innova l'elenco delle persone ineleggibili introducendo il riferimento ai conviventi e specificando che gli affini rilevanti ai fini dell'incompatibilità sono da intendersi solamente quelli fino al secondo grado; alla lettera *c)* si dispone che non costituisce causa di ineleggibilità la circostanza di ricoprire già la carica in organi di controllo delle società controllate dalla società nella quale il candidato dovrebbe andare a ricoprire la carica di membro dell'organo di controllo, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo.

Al nuovo comma 3 si dispone che con il decreto ministeriale ivi citato sono precisati i requisiti di indipendenza che i componenti dell'organo di controllo debbono possedere ed il riferimento al collegio sindacale viene sostituito con quello relativo all'organo di controllo. Vengono abrogati i commi 4-*bis* e 4-*ter*, in quanto confluiscono nelle nuove disposizioni di cui agli articoli 148.2 e 148.3 del TUF.

Al nuovo comma 4 – che corrisponde all'attuale 4-*quater* – si precisa che la competenza a dichiarare la decadenza dei componenti dell'organo di controllo spetta all'organo competente a nominarli.

La **lettera bb)** introduce al TUF i nuovi articoli 148.1, 148.2 e 148.3.

Per quanto concerne l'articolo 148.1, la nuova disposizione riproduce con modifiche le norme di cui all'articolo 148, commi 1, 2 e 2-*bis*. In particolare, i commi 1 e 3 riproducono le disposizioni di cui ai commi 1 e 2 del vigente articolo 148, con correzioni d'ordine meramente lessicale. Il comma 2 propone un chiarimento quanto alla disciplina in materia di quota di genere. Il comma



4 riproduce la regola di cui al vigente articolo 148, comma 2-*bis*, che riserva alla minoranza la presidenza del collegio sindacale.

Il nuovo articolo 148.2 ripropone la regola di cui al combinato disposto dei commi 2 e 4-*bis* del vigente articolo 148.

La nuova disposizione dell'articolo 148.3 riproduce con modifiche la regola di cui al combinato disposto dei commi 2-*bis* e 4-*ter* del vigente articolo 148.

In deroga all'articolo 2409-*octiesdecies* del Codice civile, il comma 1 non consente di attribuire per statuto all'assemblea il potere di nomina del comitato per il controllo sulla gestione, onde accentuarne nelle società quotate la natura di organo che origina dal Consiglio di amministrazione, composto da amministratori con funzioni ausiliarie di controllo. Il comma 2 riproduce la regola (richiamata al vigente articolo 148, comma 4-*ter*) che riserva alla minoranza la presidenza del comitato per il controllo sulla gestione.

La **lettera cc)** sostituisce l'articolo 149, rubricandolo «Doveri dell'organo di controllo».

La modifica provvede a riformare i doveri dell'organo di controllo, mediante interventi mirati volti a ridurre gli oneri regolatori quando non più giustificati e mediante una migliore delimitazione dei suoi compiti.

In particolare, il riferimento al rispetto dei principi di corretta amministrazione viene sostituito dalla vigilanza sul corretto funzionamento dell'organo amministrativo e in particolare sulla diligente osservanza delle regole istruttorie, procedurali e decisionali elaborate dalle migliori prassi. In tal modo si intende in particolare fare riferimento, per le sole società quotate, a quanto desumibile dal codice di autodisciplina, favorendo una maggiore certezza a livello interpretativo.

Si provvede inoltre a precisare che all'organo di controllo spetta la vigilanza sull'adeguatezza e sul concreto funzionamento dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, ivi compreso il sistema di controllo interno di gestione dei rischi e il coordinamento delle sue funzioni. L'attuale comma 2 è abrogato perché replica quanto previsto dall'articolo 2405 del Codice civile.

Il nuovo comma 2 prevede che l'obbligo di segnalazione alla Consob riguardi gli atti o i fatti accertati dall'organo di controllo nell'ambito delle sue funzioni di vigilanza che potrebbero costituire una irregolarità o una violazione della legge o dello statuto dopo una valutazione prospettica da parte dello stesso organo di controllo.

Al nuovo comma 3 si apporta una modifica di coordinamento.

I vigenti commi 4-*bis* e 4-*ter* sono abrogati, in quanto le relative disposizioni sono già ricomprese nell'articolo o confluite in articoli di nuova introduzione.

La **lettera dd)** introduce al TUF i nuovi articoli 149-*bis* e 149-*ter*. La nuova disposizione dell'articolo 149-*bis* riproduce con modifiche di mero coordinamento la norma dell'articolo 149, comma 4-*bis*.

Il nuovo articolo 149-*ter* è diretto a ricondurre in un quadro coerente di regole l'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale nelle funzioni di controllo. Il continuo sviluppo dei sistemi basati sull'Intelligenza Artificiale (IA), capaci di elaborare una mole crescente di dati e di restituire *output* sempre più accurati, offre opportunità che non possono essere trascurate dalle imprese.



L'integrazione di tali tecnologie nei processi aziendali, in particolare nelle funzioni di monitoraggio e *audit*, può ridefinire profondamente i confini e le modalità del controllo interno, specialmente per le società più esposte alla competizione globale e a elevati standard di *compliance*.

Tra le implicazioni più rilevanti si evidenzia la possibilità di sviluppare modalità di controllo continuo, in grado di operare in tempo reale e con capacità predittiva. Tali modalità possono contribuire in modo significativo alla riduzione di duplicazioni e ridondanze, abilitando sinergie in grado di potenziare la stessa capacità predittiva dei controlli attraverso una lettura trasversale e integrata dei fenomeni aziendali e dei rischi. Operando in modo "orizzontale" all'interno dell'organizzazione aziendale, l'IA può favorire il coordinamento tra funzioni diverse. Ciò consente, prospetticamente, di superare le attuali frammentazioni organizzative, che sono sovente causa di inefficienze operative e diseconomie di scala.

L'impiego dell'IA può promuovere maggiore fluidità e coordinamento dei presidi di controllo interno e incidere sulla funzione di *internal audit*, orientandola all'analisi anticipatoria del rischio e all'intervento preventivo. Tali evoluzioni potenzialmente rafforzano anche il ruolo del comitato controllo e rischi, che potrà disporre, attraverso sistemi di monitoraggio automatizzati e intelligenti, di una capacità informativa più tempestiva e approfondita, abilitando un esercizio più incisivo delle proprie funzioni di supervisione strategica sui rischi.

In questo contesto, la norma mira a chiarire che l'ingresso dell'IA nell'ambito della *governance* aziendale pone questioni giuridiche attinenti all'organizzazione aziendale, con ricadute sulla responsabilità relativa alla predisposizione, cura e valutazione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili della società, ivi inclusa la configurazione di assetti di controllo orientati alla gestione dei rischi e idonei a neutralizzare quelli connessi alla cybersicurezza.

I vigenti articoli 2086 e 2380-*bis* del Codice civile assegnano agli amministratori il compito di istituire assetti societari *adeguati* alla *natura* e alle *dimensioni* dell'impresa.

Il Codice di *Corporate Governance*, promosso da Borsa Italiana S.p.A. e applicabile a tutte le società (quotate) aderenti, individua l'obiettivo dell'azione dell'organo amministrativo nel "*successo sostenibile*", da perseguire, per un verso, promuovendo il dialogo con tutti gli *stakeholders* della società e, per altro ma connesso versante, definendo il sistema di governo societario "*più funzionale allo svolgimento dell'attività dell'impresa e al perseguimento delle sue strategie*".

Nell'era del digitale e dell'innovazione guidata dalla rivoluzione dei dati, l'interpretazione in chiave moderna dei suddetti principi, ricavabili dalla legge e dall'autodisciplina, passa dal riconoscimento del potenziale di tecnologie avanzate quali l'IA al fine della configurazione di assetti *adeguati* e *funzionali*. In questo quadro, la riforma ha colto l'occasione per intervenire in riferimento alle società quotate per le quali sono significative le sfide poste dalla digitalizzazione e dalla concorrenza internazionale.

Il nuovo articolo 149-*ter* intende prendere atto dell'ingresso dell'IA nell'organizzazione societaria, riconoscendone le implicazioni positive; al contempo, la disposizione previene l'imposizione, in via di prassi, di oneri eccessivi a carico delle imprese, optando per soluzioni graduate in ragione delle relative car

La **lettera ee)** modifica l'articolo 150 del TUF apportando correzioni d'ordine meramente lessicale ai commi 1, 3 e 4. Il comma 2 è riformulato per maggiore coerenza, allineandolo con la nuova terminologia utilizzata nel Codice civile per definire i diversi modelli di amministrazione e controllo.

Il comma 5 viene abrogato in conseguenza delle modifiche apportate ai commi 3 e 4.

La **lettera ff)** modifica, sostituendolo, l'articolo 151 del TUF in tema di poteri dell'organo di controllo. In particolare, la norma sui poteri dell'organo di controllo viene completamente riscritta per renderla applicabile a qualsiasi sistema di amministrazione e controllo. Il primo comma prevede che l'organo di controllo abbia il potere, come organo, di procedere ad atti di ispezione e di controllo in qualsiasi momento, nonché di convocare l'assemblea qualora ravvisi fatti di estrema gravità e quindi sia necessario convocare i soci.

Il comma 2 conferisce individualmente ad ogni componente dell'organo di controllo il potere di chiedere notizie agli amministratori, anche con riferimento a società controllate. Tali informazioni dovranno poi essere condivise a tutti i membri dell'organo di controllo. Il terzo comma è eliminato, in quanto parzialmente riproduttivo delle disposizioni di cui all'articolo 2403-bis, nuovo secondo comma, del Codice civile.

A seguito dell'intervento, il vigente comma 4 è rinumerato come comma 3.

La **lettera gg)** introduce due nuovi articoli: il 151.1 del TUF riproduce talune disposizioni attualmente applicabili al collegio sindacale. Il nuovo articolo 151.2 (Responsabilità dei componenti del collegio sindacale) deroga al regime di responsabilità previsto attualmente dall'articolo 2407, secondo comma, del Codice civile, ad esito dell'intervento effettuato con legge 14 marzo 2025, n. 35, in materia di responsabilità dei componenti del collegio sindacale, ha definito ex ante l'ammontare massimo del rischio finanziario per i sindaci, legandolo ai loro compensi.

Nelle società quotate i sindaci sono chiamati a vigilare su sistemi di controllo interno complessi, operazioni societarie di grande impatto e una vasta gamma di normative (anche internazionali). La limitazione economica potrebbe generare una distorsione, portando a una sottovalutazione del rischio effettivo o a un minor impegno nell'applicazione della professionalità e diligenza richieste dalla natura dell'incarico (come indicato dal primo comma dell'articolo 2407 del Codice civile). Quanto sopra opererebbe a detrimento, in particolare, del livello di protezione che occorre fornire quando il capitale è tipicamente frazionato tra un numero molto elevato di soci, privi di potere di influenza significativo nonché impossibilitati ad interessarsi alle vicende societarie, in quanto non dispongono della capacità o dell'interesse a monitorare direttamente la gestione e dipendono dall'informazione pubblica e dai meccanismi di controllo istituzionali. La protezione del singolo investitore è parte della più ampia logica di tutela del mercato, inteso come luogo di formazione dei prezzi e di allocazione del capitale.

In linea con la specialità del ruolo del collegio sindacale delle società quotate, si esclude dunque la limitazione di responsabilità prevista dal nuovo regime del Codice civile.



L'intervento va letto in coordinamento con le modifiche apportate all'articolo 154, comma 1, che individua le norme del Codice civile non applicabili al collegio sindacale delle società quotate.

Si reputa opportuno estendere tale esclusione anche al collegio sindacale delle società con azioni ammesse alla negoziazione nei sistemi multilaterali di negoziazione, a fronte di rischi simili a quelli sopra illustrati.

La **lettera hh)** sostituisce l'articolo 151-*bis* del TUF che disciplina i poteri del consiglio di sorveglianza. Oltre a modifiche di ordine formale, nello specifico viene eliminato il potere del consiglio di sorveglianza di avvalersi di dipendenti della società, in quanto trattasi di norma comune ai diversi sistemi ai sensi del nuovo articolo 151, comma 2.

Viene, inoltre, prevista al nuovo comma 2 la facoltà per il consiglio di sorveglianza di delegare un proprio componente al fine di compiere atti di ispezione. Il conferimento di questo nuovo potere è funzionale all'accrescimento dell'efficacia dell'azione del controllo.

Al nuovo comma 3 – che corrisponde al vigente comma 2 – la sostituzione del termine “senza ritardo” con “senza indugio” è diretta a precisare che la riunione dell'organo deve essere convocata con celerità.

Il comma 4 non viene riproposto nel nuovo articolo perché le relative disposizioni sono confluite nell'articolo 151 e nel comma 2 dell'articolo 151-*bis*.

La **lettera ii)** sostituisce l'articolo 151-*ter* del TUF che disciplina i poteri del comitato per il controllo sulla gestione. I commi 1 e 2 vigenti sono spostati all'articolo 151, comma 1.

Coerentemente con quanto previsto dal modificato articolo 151-*bis*, oltre a modifiche di ordine formale, viene eliminato il potere del consiglio di sorveglianza di avvalersi di dipendenti della società, in quanto trattasi già norma comune ai diversi sistemi ai sensi dell'articolo 151, comma 2. Viene, inoltre, prevista al nuovo comma 2 – che corrisponde all'attuale quarto comma – la facoltà per il comitato per il controllo sulla gestione di delegare un proprio componente al fine di compiere atti di ispezione. Il conferimento di questo nuovo potere è funzionale all'accrescimento dell'efficacia dell'azione di controllo.

La **lettera ll)** sostituisce l'articolo 152 del TUF, apportando modifiche di mero coordinamento con gli interventi al Codice civile.

La **lettera mm)** apporta modifiche di ordine meramente formale all'articolo 153 del TUF, disciplinante l'obbligo dell'organo di controllo di riferire all'assemblea.

La **lettera nn)** apporta all'articolo 154 del TUF le seguenti modifiche:

- al comma 1, con riferimento al collegio sindacale, per espungere il riferimento all'articolo 2405 c.c., alla luce dell'eliminazione dell'attuale comma 2 dell'articolo 149. Ciò al fine di richiamare l'obbligo per i sindaci di assistere alle adunanze del consiglio di amministrazione, alle assemblee e alle riunioni del comitato esecutivo e la sanzione della decadenza dall'ufficio nel caso in cui non assistano senza giustificato motivo alle assemblee o, durante un esercizio sociale, a due adunanze consecutive del



consiglio d'amministrazione o del comitato esecutivo, nonché al fine di escludere l'applicazione delle limitazioni di responsabilità dei componenti del collegio oggi previste dall'articolo 2407, secondo comma; si introduce un riferimento i) all'articolo 2396-*quinqüies*, in cui confluisce quanto previsto dal vigente articolo 2403, primo comma; ii) all'articolo 2396-*sexies*, il cui secondo comma risulta inapplicabile al collegio sindacale delle società quotate in virtù di quanto previsto dall'articolo 151, comma 1 e i cui commi 2 e 3 riproducono quanto previsto dai commi secondo e terzo dell'articolo 2403-*bis*; iii) un riferimento all'articolo 2396-*septies*, che disciplina le cause di ineleggibilità e decadenza e risulta inapplicabile agli organi di controllo delle società quotate in virtù della disciplina speciale prevista dall'articolo 148, comma 2;

- al comma 2, con riferimento al consiglio di sorveglianza, per introdurre un riferimento i) all'articolo 2396-*quinqüies*, in cui confluiscono le previsioni dell'articolo 2409-*terdecies*, primo comma, lettere c) e f); nonché ii) all'articolo 2396-*septies* per le ragioni sopra illustrate, ed eliminare il riferimento all'attuale comma dieci dell'articolo 2409-*duodecies*, da esso assorbito;
- al comma 3, con riferimento al comitato per il controllo sulla gestione, per introdurre un riferimento all'articolo 2396-*quinqüies*, e all'articolo 2396-*sexies*, in virtù dell'applicazione della disciplina speciale dettata dagli articoli 149 e 151-*ter* del TUF, nonché per eliminare il rinvio al vigente articolo 2399, primo comma, ora confluito nell'articolo 2396-*septies*, di cui si esclude pure l'applicazione per le ragioni sopra illustrate, e specificare altresì che non risultano applicabili il comma primo, primo periodo, secondo e quarto dell'articolo 2409-*octiesdecies* (ciò in quanto prevalgono le disposizioni speciali di cui ai nuovi articoli 148 e 148.3 del TUF).

La **lettera oo)** introduce, nella Parte IV, Titolo III, Capo II, la nuova «Sezione V.1 – Emittenti di nuova quotazione».

L'articolo 19 della legge n. 21 del 2024 (c.d. legge Capitali) delega il Governo a adottare uno o più decreti legislativi recanti la revisione del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile applicabili anche agli emittenti. Nell'esercizio della delega, il Governo è tenuto ad attenersi, tra gli altri, ai seguenti i principi e criteri direttivi generali (cfr. comma 2):

“[...] a) sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali; [...]

b) aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi il relativo sistema sanzionatorio, la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, anche con riferimento alle soglie di partecipazione, in linea con gli standard internazionali, e la possibilità di prevedere sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, riducendo gli obblighi e gli oneri previsti a legislazione vigente;

c) facilitare il passaggio dalla quotazione nei mercati non regolamentati a quella nei mercati regolamentati; [...] e) semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina [...]



Come evidenziato nel Libro Verde su «La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita» pubblicato dal Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro nel 2022, l'ordinamento societario italiano e, in particolare, la normativa sugli assetti organizzativi e amministrativi delle società quotate presenta peculiarità tipicamente nazionali, conducendo a vincoli più stringenti e oneri maggiori rispetto a quanto richiesto dal diritto europeo (anche in esito a fenomeni di *gold-plating*), che non trovano giustificazione in effettive esigenze di tutela. Tale circostanza, unitamente a un giudizio di complessiva vetustà del sistema rispetto all'evoluzione che, nel tempo, ha caratterizzato gli assetti proprietari e le dinamiche di governo delle società quotate italiane, conduce a individuare nella medesima normativa una delle principali aree di intervento per l'attuazione degli obiettivi di semplificazione e di sviluppo della competitività previsti dalla legge di delega.

In questa prospettiva, la riforma traccia una distinzione, metodologica e sostanziale, tra società che si apprestano alla quotazione e società che, al momento dell'entrata in vigore del decreto legislativo di attuazione, risultino già quotate.

Avuto riguardo alle prime (per le società già quotate si vedano, invece, gli interventi di revisione organica della Parte IV del Testo unico della finanza vigente e la relativa relazione illustrativa), la riforma si articola nella previsione di un plesso di nuove regole, liberamente accessibile, informato alla riduzione dei costi e a una forte valorizzazione dell'autonomia statutaria.

Si è ritenuto che un simile intervento consenta il perseguimento, a un tempo, di un duplice obiettivo: (i) favorire le quotazioni, offrendo l'opportunità di accedere a un regime più “attrattivo” di quello esistente, i cui oneri rappresentano sovente (alcune delle) barriere all'ingresso nei mercati regolamentati del capitale di rischio; (ii) assicurare uno spazio di piena efficacia all'azione di semplificazione del Governo.

Sotto tale secondo profilo, la riforma muove dall'assunto in base al quale – premesso che il valore dei titoli azionari incorpora in ogni momento la qualità delle regole di governo societario (con particolare riguardo ai livelli di tutela e agli strumenti di controllo e/o di reazione a disposizione delle minoranze e degli investitori in genere) – la semplificazione del regime normativo applicabile alle società “quotande” non ha implicazioni sui diritti quesiti dei soci, in termini di valorizzazione del relativo investimento e posizioni di vantaggio riconosciutegli dalla legge, e sugli equilibri proprietari esistenti, consentendo così l'impiego di soluzioni più innovative. Il prezzo della maggiore flessibilità del regime che si viene a disegnare per tali società è infatti interamente supportato dai soci preesistenti in sede di quotazione e i nuovi investitori acquistano consapevoli delle regole di governance applicabili. La delimitazione dell'ambito applicativo soggettivo della disciplina è affidata: (i) alla nuova definizione di “emittenti di nuova quotazione”, individuati negli emittenti che abbiano deliberato la richiesta di ammissione delle azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano (cfr. nuovo articolo 154.1 del TUF); (ii) a una norma transitoria, in base alla quale l'applicazione è destinata agli emittenti di nuova quotazione le cui azioni sono ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato italiano a decorrere dall'entrata in vigore del suddetto decreto di attuazione della delega (cfr. articolo 16 del decreto legislativo di attuazione della delega, *infra*).



Gli articoli da 154.3 a 154.5 del TUF definiscono appunto il regime normativo ideato per gli emittenti di nuova quotazione. Le novità riguardano i seguenti aspetti: (i) l'elezione del Consiglio di amministrazione e del collegio sindacale; (ii) le modifiche dello statuto sociale e il diritto di recesso del socio; (iii) le operazioni con parti correlate ai sensi dell'articolo 2391-*bis* del Codice civile e della relativa disciplina di attuazione.

La declinazione delle regole in tali materie alla luce dei principi e dei criteri direttivi della legge delega è avvenuta sulla base di un'analisi dell'evoluzione degli istituti e di una valutazione di coerenza degli stessi con l'attuale contesto internazionale e con le esigenze di tutela dei nuovi interessi, verificando altresì quali presidi non appaiano più giustificati e quali, invece, possano, in specifici contesti, incentivare gli investimenti.

Nello specifico, il nuovo articolo 154.1 fornisce una definizione di “*emittenti di nuova quotazione*”, mentre il nuovo articolo 154.2 ne disciplina l'ambito di applicazione. Ove decidano di avvalersi del regime normativo in esame, tali soggetti sono tenuti ad adottare una deliberazione assembleare di modifica dello statuto sociale in sede straordinaria anteriormente alla presentazione al gestore del mercato della richiesta di ammissione dei titoli; le medesime deliberazioni, e la disciplina di governance da esse eventualmente delineata già in sede di *opt-in* in conformità ai nuovi articoli da 154.3 a 154.5 del TUF, producono effetti a partire dal primo giorno di ammissione delle azioni alla negoziazione (cfr. articolo 154.2, comma 1, ultimo periodo).

Ferma la necessità di adottare prima della presentazione dell'istanza di ammissione alle negoziazioni una delibera al fine di segnalare la volontà di aderire al regime speciale delle società neoquotate, gli emittenti di nuova quotazione avranno la possibilità di modificare lo statuto in conformità alla medesima disciplina anche successivamente alla quotazione: potranno così avvalersi di deroghe dalla disciplina ordinaria eventualmente non già introdotte in sede di prima modifica statutaria. È espressamente riconosciuto il diritto di recesso per i soci assenti, dissenzianti e astenuti, in occasione della decisione iniziale di accesso al regime speciale delle neoquotate.

Resta ovviamente impregiudicata la possibilità per le medesime società di accedere anche alla disciplina generale riguardante le società quotate.

Per garantire la conoscibilità delle società che decideranno di aderire al regime speciale delle neoquotate, si prevede che la Consob pubblichi e aggiorni tempestivamente, tramite il proprio sito internet, l'elenco di tali soggetti.

Si specifica da ultimo che le società che abbiano aderito alla nuova disciplina e abbiano successivamente deliberato un *downlisting* mantengono le opzioni della disciplina eventualmente adottate (tranne l'esclusione delle cause di recesso), se l'assetto statutario è compatibile col mercato di destinazione e solo ove le relative azioni siano state negoziate sul mercato regolamentato per un periodo continuativo non inferiore a 3 anni.

Il nuovo articolo 154.3 del TUF, rubricato «Elezione del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza», prevede che lo statuto sociale degli emittenti di nuova quotazione può determinare le modalità di elezione del consiglio di amministrazione in deroga al sistema del voto di lista con riserva obbligatoria di posti in consiglio per la minoranza (cfr. articoli 147-*ter* e 147-*ter*.1 del TUF), che non trova corrispondenza negli ordinamenti stranieri e si riflette in procedure gravose per l'ente emittente. Nel farlo, il legislatore non intende di non imporre

alle circostanze che rilevano ai fini della definizione di parte correlata data dai principi contabili internazionali.

Il nuovo articolo 154.4 del TUF, rubricato «Modifiche dello statuto e diritto di recesso», al comma 1, interviene sulle maggioranze richieste ai fini della deliberazione di modifiche dello statuto sociale, nell'ottica di semplificare e agevolare i relativi processi decisionali. Lo statuto degli emittenti di nuova quotazione può prevedere (c.d. *opt-in*) che le modifiche statutarie siano deliberate, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale sociale rappresentato in assemblea. Sono in ogni caso fatte salve le disposizioni dettate dal Codice civile in riferimento ai quorum costitutivi dell'assemblea in sede straordinaria. La possibilità di introdurre, statutariamente, il quorum deliberativo "semplificato" divisato dalla norma è esclusa per gli emittenti che facciano ricorso all'emissione di azioni a voto plurimo ovvero alla maggiorazione del voto, in considerazione della circostanza che i relativi beneficiari potrebbero, a fronte del rafforzamento del controllo ottenuto tramite tali istituti, monopolizzare gli esiti assembleari.

La norma interviene altresì sul diritto di recesso (commi 2 e 3). Con la riforma del diritto societario del 2003, l'istituto del recesso, prima confinato a ipotesi residuale, ha assunto un rilievo significativo al fine di bilanciare lo spazio assunto dall'autonomia statutaria. L'ampliamento dei presupposti che legittimano il recesso, tuttavia, ha posto il problema di evitare che l'istituto, da strumento a tutela dei soci di minoranza di fronte a scelte potenzialmente lesive e a cambiamenti sostanziali della società, possa essere utilizzato per impedire l'adozione di decisioni e iniziative che possono contribuire alla crescita e allo sviluppo della società. Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, a tale criticità si aggiunge il rischio di ulteriori distorsioni. L'ammissione dei titoli al mercato espone il diritto di recesso a usi speculativi in funzione dell'andamento delle quotazioni, a prescindere da un effettivo giudizio di valore sulla decisione che ne costituisce dichiaratamente la causa. In tali società, per le quali le cause di recesso sono già meno estese rispetto a quanto previsto per le società c.d. chiuse, dette implicazioni non hanno una giustificazione significativa. I soci, infatti, sono adeguatamente tutelati dagli alti livelli di trasparenza e protezione garantiti dalla normativa speciale delle società quotate e proprio dall'esistenza del mercato secondario di riferimento, che assicura maggiore facilità nella liquidazione delle azioni e, così, la pronta uscita dall'ente. In altri ordinamenti europei, al socio è attribuito il diritto di recedere solo in casi specifici di modificazione sostanziale delle condizioni di rischio dell'investimento e delle caratteristiche principali della partecipazione ovvero nei casi determinati dall'autonomia contrattuale dei soci. Su tali basi, si è ritenuto di consentire che lo statuto sociale degli emittenti di nuova quotazione possa optare (c.d. *opt-in*) per la disapplicazione totale dell'articolo 2437, primo comma, del Codice civile sulle cause inderogabili di recesso; l'operatività dell'istituto resta ferma per i soci che non abbiano concorso a deliberazioni riguardanti "la modifica dell'oggetto sociale quando altera in modo rilevante il rischio d'impresa"). La previsione costituisce una specificazione della causa di cui all'articolo 2437, primo comma, lettera a), del Codice civile volta a circoscriverne e restringerne l'ambito applicativo.

Si è ritenuto infine di consentire anche una più forte semplificazione, nel rispetto, tuttavia,  canale di proprietà ORV con il titolo di studio 2025/00171978 di regolare, (anche) la

nuova causa di recesso può essere esclusa, a condizione che la deliberazione rilevante sia approvata dall'assemblea in sede straordinaria con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente presenti in assemblea diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10 per cento (c.d. meccanismo di *whitewash*, cfr. comma terzo). Si demanda alla potestà regolamentare della Consob la definizione dei criteri al ricorrere dei quali si ritiene che i soci detengano, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza ai fini dell'applicazione del *whitewash*.

Si sottolinea che la norma incide sulle ipotesi di recesso previste dall'articolo 2437 del codice civile: restano fermi i casi di recesso previsti da ulteriori norme dell'ordinamento, in particolare il diritto di recesso di cui all'articolo 2437-*quinquies* del Codice civile e il diritto di recesso previsto dal decreto legislativo 2 marzo 2023, n. 19 per le "trasformazioni transfrontaliere".

Il nuovo articolo 154.5 del TUF rubricato «Operazioni con parti correlate», individua un ambito di semplificazione nelle operazioni con parti correlate ulteriore rispetto a quello previsto ai sensi dell'articolo 2391-bis del Codice civile e della relativa disciplina di attuazione adottata dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob).

Muovendo dalla considerazione che i presidi procedurali previsti dalla suddetta normativa rappresentano voci di costo significative e disincentivanti per le società quotate, si è ritenuto di consentire agli emittenti di nuova quotazione di escludere o di rimodulare, mediante opzione statutaria (c.d. *opt-in*), l'applicazione delle procedure previste ai sensi della disciplina regolamentare in materia di operazioni con parti correlate anche per le operazioni che superano le soglie che la Consob viene incaricata di definire ai sensi della nuova previsione di cui all'articolo 2391-*bis*, lettera *b*), ultimo periodo. Resta l'obbligo di applicare le procedure regolamentari per operazioni con parti correlate per le quali almeno uno degli indici quantitativi stabiliti dalla Consob risulti superiore alla soglia di rilevanza del 10 per cento (cfr. comma 1).

Rispetto a tali operazioni, si ritiene di ampliare gli spazi di autonomia procedurale dell'emittente di nuova quotazione, per il quale le medesime operazioni possono offrire opportunità di crescita e sviluppo, in ragione dei profili di efficienza connaturati ai rapporti di correlazione. A fronte di tale possibile semplificazione, viene istituito un obbligo informativo specifico a beneficio del Consiglio di amministrazione. In particolare, gli organi delegati devono fornire a quest'ultimo informazioni sulle operazioni escluse in tutto o in parte dall'applicazione delle procedure con cadenza almeno semestrale (cfr. comma 2), fatto salvo l'obbligo previsto ai sensi della nuova disposizione introdotta nell'art. 2391-*bis*, comma 3, lettera *b*), ultimo periodo (di indicare 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 **lettera pp)** modifica i commi 1 e 7 dell'articolo 154-*ter* del TUF, rubricato «Relazioni finanziarie». La modifica al comma 1 è di mero coordinamento. La modifica al comma 7 è apportata in un'ottica di semplificazione per gli emittenti ed è finalizzata ad allineare l'ordinamento italiano alle prassi europee previste (



La possibilità di richiedere “di apportare una correzione nella futura relazione finanziaria con la rielaborazione dei dati comparativi, se del caso”, in particolari condizioni, consentirebbe all'emittente, in luogo della pubblicazione di specifiche note correttive, di procedere all'inclusione nel bilancio successivo, dei rimedi richiesti dalla Consob, qualora sia stata accertata la non conformità del bilancio o della rendicontazione di sostenibilità.

Le Linee Guida ESMA (c.d. GLEFI e GLESI), nel declinare le azioni a disposizione delle Autorità, includono tale possibilità. In particolare, l'Orientamento n. 7 in tema di informativa finanziaria prevede che la correzione possa essere richiesta nei futuri bilanci qualora questi siano disponibili in un breve arco temporale oppure nei casi in cui il mercato disponga già di informazioni sufficienti. Analoga disposizione è prevista dagli Orientamenti ESMA in tema di rendicontazione di sostenibilità.

L'articolo 7 reca modifiche di necessario coordinamento alla parte V del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di sanzioni.

La **lettera a)** modifica l'articolo 190 del TUF e la **lettera b)** modifica l'articolo 190-bis.3 del TUF alla luce dell'introduzione della società di partenariato quale nuova figura di gestore e del nuovo regime dei gestori sotto soglia.

Più specificamente, il richiamo all'articolo 8, comma 1-bis, risponde all'esigenza di estendere l'ambito applicativo della sanzione di cui al medesimo comma alla violazione dei doveri informativi posti a carico degli Oicr italiani che investono in crediti tenuti a partecipare alla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia, tramite i gestori autorizzati e i GEFIA UE che li gestiscono.

L'introduzione del riferimento all'articolo 41, comma 2-bis, ha la funzione di estendere l'applicazione dell'articolo 190 del TUF alle violazioni delle disposizioni concernenti la commercializzazione di OICVM da parte di gestori italiani in uno Stato dell'Unione europea diverso dall'Italia.

L'introduzione del riferimento all'articolo 46-ter, comma 3, ha l'obiettivo di estendere l'applicazione dell'articolo 190 del TUF alle violazioni degli obblighi posti a carico dei FIA UE che investono in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, in Italia.

Infine, il nuovo comma 4-bis vale ad escludere dall'applicazione delle sanzioni di cui ai commi 1, 2-bis, lettere b-bis), e 2-bis.1) i gestori sotto soglia registrati.

La **lettera b)** modifica in più commi l'articolo 190-bis.3 del TUF e assolve alla funzione di estendere le sanzioni amministrative relative alle violazioni delle disposizioni previste dal regolamento (UE) 2022/2554 (regolamento DORA) alle società di partenariato.

Il nuovo comma 8-bis risponde al fine di escludere dall'applicazione delle sanzioni previste dall'articolo i gestori sotto soglia registrati.

La **lettera c)** interviene sull'articolo 193 del TUF per coordinamento con le modificazioni apportate ad altre disposizioni del TUF, richiamate in esso al fine di individuare condotte e fattispecie oggetto di sanzione.

Le modifiche al comma 2 dell'articolo 193 del TUF, che individua le condotte omissive in tema di comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e dei patti parasociali amministrativamente sanzionabili, rispondono alla finalità di



espungere il riferimento al comma 3 dell'articolo 121 (Disciplina delle partecipazioni reciproche), in conseguenza della sua abrogazione.

Le modifiche alla lettera a) del comma 3 dell'articolo 193 del TUF conseguono all'abrogazione (i) del primo periodo del comma 4-*bis* dell'articolo 149 (attualmente rubricato «Doveri del collegio sindacale»); e (ii) del comma 4-*ter*, essendo il primo comma dell'articolo 149 ora riferibile a tutti gli organi di controllo, e rispondono, altresì, all'esigenza di allineare le relative previsioni alla rinumerazione quale comma 2 del vigente comma 3 dell'articolo 149.

L'articolo 8, al comma 1, sostituisce interamente l'articolo 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201 (c.d. Salva Italia), al fine di operare una semplificazione del quadro normativo, espressamente auspicata nelle indicazioni della delega prevista dalla legge Capitali, come modificata dalla legge 11 marzo 2025, n. 28, che ha incaricato il Governo di «razionalizzare la disciplina sulla tutela della concorrenza e sulle partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari» prevista da tale norma, «al fine della riduzione e del contenimento degli oneri conseguenti in capo agli operatori, anche valutandone la soppressione».

Le modifiche, rispetto al vigente articolo 36, attengono l'ambito applicativo soggettivo e oggettivo del divieto. Quanto all'ambito soggettivo di applicazione, viene esclusa la rilevanza delle cariche di componente dell'organo di controllo, tenuto conto sia del tipo di informazioni che i sindaci possono acquisire in virtù del loro ruolo, sia delle funzioni affidate agli stessi sindaci, che non consentono di incidere sulle scelte strategiche delle imprese nelle quali rivestono le cariche. Viene, invece, confermato il divieto per gli amministratori, sia esecutivi che non esecutivi, per i componenti degli organi di sorveglianza e per i funzionari di vertice. Per ciò che concerne l'ambito oggettivo del divieto, la novella restringe il novero delle società rilevanti attraverso due diversi interventi. In primo luogo, rispetto alla formulazione vigente, il comma 1 limita l'applicabilità del divieto alle sole "imprese concorrenti" e alle società "capogruppo di gruppi cui appartengono imprese concorrenti".

Al riguardo, si evidenzia che la disciplina attualmente vigente, come declinata sulla base dei criteri per l'applicazione dell'articolo 36 del decreto-legge "Salva Italia" adottati dalle Autorità di vigilanza di settore, vieta l'assunzione di cariche incrociate:

- (i) in due imprese che operano in concorrenza diretta in uno dei settori rilevanti ai fini della norma (ad esempio, in due banche);
- (ii) in una impresa operante in uno dei suddetti settori e nella capogruppo di un gruppo di imprese in cui vi è almeno una società in concorrenza diretta con la prima impresa (ad esempio, in una compagnia di assicurazione e in una banca capogruppo di un gruppo in cui figura una compagnia di assicurazione);
- (iii) in una impresa operante in uno dei suddetti settori e nella capogruppo di un gruppo di imprese, nel caso in cui i due gruppi, complessivamente considerati, siano in concorrenza (ad esempio, in una SIM che appartiene a un gruppo di cui fa parte una compagnia di assicurazione e in una capogruppo di un gruppo in cui figura una compagnia di assicurazione);
- (iv) entro determinati limiti dimensionali, anche in due imprese non capogruppo che operano in settori diversi, ma che appartengono a gruppi in cui sia compresa almeno una società concorrente diretta dell'altra impresa (ad esempio, in una compagnia di assicurazione e in una banca che appartiene ad un gruppo in cui

ciascuna delle due società coinvolte superi una certa soglia rispetto al fatturato dell'intero gruppo).

La nuova formulazione del comma 1 è funzionale ad escludere la rilevanza del terzo e del quarto scenario ai fini dell'applicazione del divieto. Tale intervento consente di mantenere la nozione di concorrenza a livello di imprese e non di gruppo, con conseguente eliminazione del riferimento ai "gruppi di imprese" nel comma 2 della norma.

In secondo luogo, viene introdotta al nuovo comma 3 una soglia dimensionale ai fini dell'operatività del divieto: nella riformulazione proposta, infatti, tale divieto si applica soltanto quando almeno due delle imprese in cui il soggetto detiene cariche presentano individualmente un fatturato totale, realizzato a livello nazionale, superiore ad un valore pari al decuplo della soglia di fatturato identificata dall'articolo 16, comma 1, della legge 10 ottobre 1990, n. 287 (Legge Antitrust) per la valutazione delle operazioni di concentrazione tra imprese, come aggiornata ai sensi dell'ultimo periodo del medesimo comma.

La nozione di fatturato e il relativo metodo di calcolo sono identificati sulla base di quanto previsto dall'articolo 16, comma 2, della medesima legge Antitrust.

Il **comma 2** dispone l'applicazione delle nuove disposizioni alle cariche assunte o rinnovate successivamente alla data di entrata in vigore del presente decreto.

L'articolo 9 reca le modifiche al Codice civile.

Gli interventi normativi che hanno interessato la Sezione VI-bis del Codice civile, disciplinante i sistemi di amministrazione e controllo delle società, rispondono nel loro complesso all'esigenza di accordare una maggiore discrezionalità sostanziale nella scelta di quale sistema di *governance* adottare, con il fine ultimo di rafforzare l'attrattività delle società italiane, rendendo i sistemi più facilmente riconoscibili anche da parte degli investitori esteri.

Tale finalità viene perseguita mediante la previsione di una disciplina autonoma ed esaustiva dei tre sistemi alternativi di amministrazione e controllo che, da un lato, accorda agli stessi la medesima rilevanza e visibilità – superando, così, l'impostazione pregressa caratterizzata da un forte *favor* per il precedente sistema "tradizionale" –, dall'altro, ne evidenzia i rispettivi tratti distintivi. A tal fine, le modifiche e le integrazioni agli articoli della Sezione in esame prevedono l'eliminazione dei rinvii normativi alla disciplina propria del precedente modello "tradizionale", che non viene più riconosciuto quale sistema di amministrazione e controllo applicato di *default*. Inoltre, per rispettare le peculiarità di ciascun sistema di *governance*, vengono introdotte alcune specificità.

In aggiunta a quanto sopra, sono stati effettuati ulteriori interventi strutturali. Tra gli interventi aventi una portata trasversale rispetto ai diversi sistemi di *governance*, una particolare attenzione meritano gli interventi volti a razionalizzare le previsioni relative alla responsabilità degli amministratori non esecutivi. Si è focalizzato l'intervento sul flusso di informazioni: restando inalterato il dovere del presidente di garantire che vengano fornite a tutti i consiglieri adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno, viene valorizzato e preservato il principio che consente all'amministratore non esecutivo di contr

circ. all. Dep. 10/2017 e 10/2018 e 10/2019 e 10/2020 e 10/2021 e 10/2022 e 10/2023 e 10/2024 e 10/2025 e 10/2026 e 10/2027 e 10/2028 e 10/2029 e 10/2030 e 10/2031 e 10/2032 e 10/2033 e 10/2034 e 10/2035 e 10/2036 e 10/2037 e 10/2038 e 10/2039 e 10/2040 e 10/2041 e 10/2042 e 10/2043 e 10/2044 e 10/2045 e 10/2046 e 10/2047 e 10/2048 e 10/2049 e 10/2050 e 10/2051 e 10/2052 e 10/2053 e 10/2054 e 10/2055 e 10/2056 e 10/2057 e 10/2058 e 10/2059 e 10/2060 e 10/2061 e 10/2062 e 10/2063 e 10/2064 e 10/2065 e 10/2066 e 10/2067 e 10/2068 e 10/2069 e 10/2070 e 10/2071 e 10/2072 e 10/2073 e 10/2074 e 10/2075 e 10/2076 e 10/2077 e 10/2078 e 10/2079 e 10/2080 e 10/2081 e 10/2082 e 10/2083 e 10/2084 e 10/2085 e 10/2086 e 10/2087 e 10/2088 e 10/2089 e 10/2090 e 10/2091 e 10/2092 e 10/2093 e 10/2094 e 10/2095 e 10/2096 e 10/2097 e 10/2098 e 10/2099 e 10/2100 e 10/2101 e 10/2102 e 10/2103 e 10/2104 e 10/2105 e 10/2106 e 10/2107 e 10/2108 e 10/2109 e 10/2110 e 10/2111 e 10/2112 e 10/2113 e 10/2114 e 10/2115 e 10/2116 e 10/2117 e 10/2118 e 10/2119 e 10/2120 e 10/2121 e 10/2122 e 10/2123 e 10/2124 e 10/2125 e 10/2126 e 10/2127 e 10/2128 e 10/2129 e 10/2130 e 10/2131 e 10/2132 e 10/2133 e 10/2134 e 10/2135 e 10/2136 e 10/2137 e 10/2138 e 10/2139 e 10/2140 e 10/2141 e 10/2142 e 10/2143 e 10/2144 e 10/2145 e 10/2146 e 10/2147 e 10/2148 e 10/2149 e 10/2150 e 10/2151 e 10/2152 e 10/2153 e 10/2154 e 10/2155 e 10/2156 e 10/2157 e 10/2158 e 10/2159 e 10/2160 e 10/2161 e 10/2162 e 10/2163 e 10/2164 e 10/2165 e 10/2166 e 10/2167 e 10/2168 e 10/2169 e 10/2170 e 10/2171 e 10/2172 e 10/2173 e 10/2174 e 10/2175 e 10/2176 e 10/2177 e 10/2178 e 10/2179 e 10/2180 e 10/2181 e 10/2182 e 10/2183 e 10/2184 e 10/2185 e 10/2186 e 10/2187 e 10/2188 e 10/2189 e 10/2190 e 10/2191 e 10/2192 e 10/2193 e 10/2194 e 10/2195 e 10/2196 e 10/2197 e 10/2198 e 10/2199 e 10/2200 e 10/2201 e 10/2202 e 10/2203 e 10/2204 e 10/2205 e 10/2206 e 10/2207 e 10/2208 e 10/2209 e 10/2210 e 10/2211 e 10/2212 e 10/2213 e 10/2214 e 10/2215 e 10/2216 e 10/2217 e 10/2218 e 10/2219 e 10/2220 e 10/2221 e 10/2222 e 10/2223 e 10/2224 e 10/2225 e 10/2226 e 10/2227 e 10/2228 e 10/2229 e 10/2230 e 10/2231 e 10/2232 e 10/2233 e 10/2234 e 10/2235 e 10/2236 e 10/2237 e 10/2238 e 10/2239 e 10/2240 e 10/2241 e 10/2242 e 10/2243 e 10/2244 e 10/2245 e 10/2246 e 10/2247 e 10/2248 e 10/2249 e 10/2250 e 10/2251 e 10/2252 e 10/2253 e 10/2254 e 10/2255 e 10/2256 e 10/2257 e 10/2258 e 10/2259 e 10/2260 e 10/2261 e 10/2262 e 10/2263 e 10/2264 e 10/2265 e 10/2266 e 10/2267 e 10/2268 e 10/2269 e 10/2270 e 10/2271 e 10/2272 e 10/2273 e 10/2274 e 10/2275 e 10/2276 e 10/2277 e 10/2278 e 10/2279 e 10/2280 e 10/2281 e 10/2282 e 10/2283 e 10/2284 e 10/2285 e 10/2286 e 10/2287 e 10/2288 e 10/2289 e 10/2290 e 10/2291 e 10/2292 e 10/2293 e 10/2294 e 10/2295 e 10/2296 e 10/2297 e 10/2298 e 10/2299 e 10/2300 e 10/2301 e 10/2302 e 10/2303 e 10/2304 e 10/2305 e 10/2306 e 10/2307 e 10/2308 e 10/2309 e 10/2310 e 10/2311 e 10/2312 e 10/2313 e 10/2314 e 10/2315 e 10/2316 e 10/2317 e 10/2318 e 10/2319 e 10/2320 e 10/2321 e 10/2322 e 10/2323 e 10/2324 e 10/2325 e 10/2326 e 10/2327 e 10/2328 e 10/2329 e 10/2330 e 10/2331 e 10/2332 e 10/2333 e 10/2334 e 10/2335 e 10/2336 e 10/2337 e 10/2338 e 10/2339 e 10/2340 e 10/2341 e 10/2342 e 10/2343 e 10/2344 e 10/2345 e 10/2346 e 10/2347 e 10/2348 e 10/2349 e 10/2350 e 10/2351 e 10/2352 e 10/2353 e 10/2354 e 10/2355 e 10/2356 e 10/2357 e 10/2358 e 10/2359 e 10/2360 e 10/2361 e 10/2362 e 10/2363 e 10/2364 e 10/2365 e 10/2366 e 10/2367 e 10/2368 e 10/2369 e 10/2370 e 10/2371 e 10/2372 e 10/2373 e 10/2374 e 10/2375 e 10/2376 e 10/2377 e 10/2378 e 10/2379 e 10/2380 e 10/2381 e 10/2382 e 10/2383 e 10/2384 e 10/2385 e 10/2386 e 10/2387 e 10/2388 e 10/2389 e 10/2390 e 10/2391 e 10/2392 e 10/2393 e 10/2394 e 10/2395 e 10/2396 e 10/2397 e 10/2398 e 10/2399 e 10/2400 e 10/2401 e 10/2402 e 10/2403 e 10/2404 e 10/2405 e 10/2406 e 10/2407 e 10/2408 e 10/2409 e 10/2410 e 10/2411 e 10/2412 e 10/2413 e 10/2414 e 10/2415 e 10/2416 e 10/2417 e 10/2418 e 10/2419 e 10/2420 e 10/2421 e 10/2422 e 10/2423 e 10/2424 e 10/2425 e 10/2426 e 10/2427 e 10/2428 e 10/2429 e 10/2430 e 10/2431 e 10/2432 e 10/2433 e 10/2434 e 10/2435 e 10/2436 e 10/2437 e 10/2438 e 10/2439 e 10/2440 e 10/2441 e 10/2442 e 10/2443 e 10/2444 e 10/2445 e 10/2446 e 10/2447 e 10/2448 e 10/2449 e 10/2450 e 10/2451 e 10/2452 e 10/2453 e 10/2454 e 10/2455 e 10/2456 e 10/2457 e 10/2458 e 10/2459 e 10/2460 e 10/2461 e 10/2462 e 10/2463 e 10/2464 e 10/2465 e 10/2466 e 10/2467 e 10/2468 e 10/2469 e 10/2470 e 10/2471 e 10/2472 e 10/2473 e 10/2474 e 10/2475 e 10/2476 e 10/2477 e 10/2478 e 10/2479 e 10/2480 e 10/2481 e 10/2482 e 10/2483 e 10/2484 e 10/2485 e 10/2486 e 10/2487 e 10/2488 e 10/2489 e 10/2490 e 10/2491 e 10/2492 e 10/2493 e 10/2494 e 10/2495 e 10/2496 e 10/2497 e 10/2498 e 10/2499 e 10/2500 e 10/2501 e 10/2502 e 10/2503 e 10/2504 e 10/2505 e 10/2506 e 10/2507 e 10/2508 e 10/2509 e 10/2510 e 10/2511 e 10/2512 e 10/2513 e 10/2514 e 10/2515 e 10/2516 e 10/2517 e 10/2518 e 10/2519 e 10/2520 e 10/2521 e 10/2522 e 10/2523 e 10/2524 e 10/2525 e 10/2526 e 10/2527 e 10/2528 e 10/2529 e 10/2530 e 10/2531 e 10/2532 e 10/2533 e 10/2534 e 10/2535 e 10/2536 e 10/2537 e 10/2538 e 10/2539 e 10/2540 e 10/2541 e 10/2542 e 10/2543 e 10/2544 e 10/2545 e 10/2546 e 10/2547 e 10/2548 e 10/2549 e 10/2550 e 10/2551 e 10/2552 e 10/2553 e 10/2554 e 10/2555 e 10/2556 e 10/2557 e 10/2558 e 10/2559 e 10/2560 e 10/2561 e 10/2562 e 10/2563 e 10/2564 e 10/2565 e 10/2566 e 10/2567 e 10/2568 e 10/2569 e 10/2570 e 10/2571 e 10/2572 e 10/2573 e 10/2574 e 10/2575 e 10/2576 e 10/2577 e 10/2578 e 10/2579 e 10/2580 e 10/2581 e 10/2582 e 10/2583 e 10/2584 e 10/2585 e 10/2586 e 10/2587 e 10/2588 e 10/2589 e 10/2590 e 10/2591 e 10/2592 e 10/2593 e 10/2594 e 10/2595 e 10/2596 e 10/2597 e 10/2598 e 10/2599 e 10/2600 e 10/2601 e 10/2602 e 10/2603 e 10/2604 e 10/2605 e 10/2606 e 10/2607 e 10/2608 e 10/2609 e 10/2610 e 10/2611 e 10/2612 e 10/2613 e 10/2614 e 10/2615 e 10/2616 e 10/2617 e 10/2618 e 10/2619 e 10/2620 e 10/2621 e 10/2622 e 10/2623 e 10/2624 e 10/2625 e 10/2626 e 10/2627 e 10/2628 e 10/2629 e 10/2630 e 10/2631 e 10/2632 e 10/2633 e 10/2634 e 10/2635 e 10/2636 e 10/2637 e 10/2638 e 10/2639 e 10/2640 e 10/2641 e 10/2642 e 10/2643 e 10/2644 e 10/2645 e 10/2646 e 10/2647 e 10/2648 e 10/2649 e 10/2650 e 10/2651 e 10/2652 e 10/2653 e 10/2654 e 10/2655 e 10/2656 e 10/2657 e 10/2658 e 10/2659 e 10/2660 e 10/2661 e 10/2662 e 10/2663 e 10/2664 e 10/2665 e 10/2666 e 10/2667 e 10/2668 e 10/2669 e 10/2670 e 10/2671 e 10/2672 e 10/2673 e 10/2674 e 10/2675 e 10/2676 e 10/2677 e 10/2678 e 10/2679 e 10/2680 e 10/2681 e 10/2682 e 10/2683 e 10/2684 e 10/2685 e 10/2686 e 10/2687 e 10/2688 e 10/2689 e 10/2690 e 10/2691 e 10/2692 e 10/2693 e 10/2694 e 10/2695 e 10/2696 e 10/2697 e 10/2698 e 10/2699 e 10/2700 e 10/2701 e 10/2702 e 10/2703 e 10/2704 e 10/2705 e 10/2706 e 10/2707 e 10/2708 e 10/2709 e 10/2710 e 10/2711 e 10/2712 e 10/2713 e 10/2714 e 10/2715 e 10/2716 e 10/2717 e 10/2718 e 10/2719 e 10/2720 e 10/2721 e 10/2722 e 10/2723 e 10/2724 e 10/2725 e 10/2726 e 10/2727 e 10/2728 e 10/2729 e 10/2730 e 10/2731 e 10/2732 e 10/2733 e 10/2734 e 10/2735 e 10/2736 e 10/2737 e 10/2738 e 10/2739 e 10/2740 e 10/2741 e 10/2742 e 10/2743 e 10/2744 e 10/2745 e 10/2746 e 10/2747 e 10/2748 e 10/2749 e 10/2750 e 10/2751 e 10/2752 e 10/2753 e 10/2754 e 10/2755 e 10/2756 e 10/2757 e 10/2758 e 10/2759 e 10/2760 e 10/2761 e 10/2762 e 10/2763 e 10/2764 e 10/2765 e 10/2766 e 10/2767 e 10/2768 e 10/2769 e 10/2770 e 10/2771 e 10/2772 e 10/2773 e 10/2774 e 10/2775 e 10/2776 e 10/2777 e 10/2778 e 10/2779 e 10/2780 e 10/2781 e 10/2782 e 10/2783 e 10/2784 e 10/2785 e 10/2786 e 10/2787 e 10/2788 e 10/2789 e 10/2790 e 10/2791 e 10/2792 e 10/2793 e 10/2794 e 10/2795 e 10/2796 e 10/2797 e 10/2798 e 10/2799 e 10/2800 e 10/2801 e 10/2802 e 10/2803 e 10/2804 e 10/2805 e 10/2806 e 10/2807 e 10/2808 e 10/2809 e 10/2810 e 10/2811 e 10/2812 e 10/2813 e 10/2814 e 10/2815 e 10/2816 e 10/2817 e 10/2818 e 10/2819 e 10/2820 e 10/2821 e 10/2822 e 10/2823 e 10/2824 e 10/2825 e 10/2826 e 10/2827 e 10/2828 e 10/2829 e 10/2830 e 10/2831 e 10/2832 e 10/2833 e 10/2834 e 10/2835 e 10/2836 e 10/2837 e 10/2838 e 10/2839 e 10/2840 e 10/2841 e 10/2842 e 10/2843 e 10/2844 e 10/2845 e 10/2846 e 10/2847 e 10/2848 e 10/2849 e 10/2850 e 10/2851 e 10/2852 e 10/2853 e 10/2854 e 10/2855 e 10/2856 e 10/2857 e 10/2858 e 10/2859 e 10/2860 e 10/2861 e 10/2862 e 10/2863 e 10/2864 e 10/2865 e 10/2866 e 10/2867 e 10/2868 e 10/2869 e 10/2870 e 10/2871 e 10/2872 e 10/2873 e 10/2874 e 10/2875 e 10/2876 e 10/2877 e 10/2878 e 10/2879 e 10/2880 e 10/2881 e 10/2882 e 10/2883 e 10/2884 e 10/2885 e 10/2886 e 10/2887 e 10/2888 e 10/2889 e 10/2890 e 10/2891 e 10/2892 e 10/2893 e 10/2894 e 10/2895 e 10/2896 e 10/2897 e 10/2898 e 10/2899 e 10/2900 e 10/2901 e 10/2902 e 10/2903 e 10/2904 e 10/2905 e 10/2906 e 10/2907 e 10/2908 e 10/2909 e 10/2910 e 10/2911 e 10/2912 e 10/2913 e 10/2914 e 10/2915 e 10/2916 e 10/2917 e 10/2918 e 10/2919 e 10/2920 e 10/2921 e 10/2922 e 10/2923 e 10/2924 e 10/2925 e 10/2926 e 10/2927 e 10/2928 e 10/2929 e 10/2930 e 10/2931 e 10/2932 e 10/2933 e 10/2934 e 10/2935 e 10/2936 e 10/2937 e 10/2938 e 10/2939 e 10/2940 e 10/2941 e 10/2942 e 10/2943 e 10/2944 e 10/2945 e 10/2946 e 10/2947 e 10/2948 e 10/2949 e 10/2950 e 10/2951 e 10/2952 e 10/2953 e 10/2954 e 10/2955 e 10/2956 e 10/2957 e 10/2958 e 10/2959 e 10/2960 e 10/2961 e 10/2962 e 10/2963 e 10/2964 e 10/2965 e 10/2966 e 10/2967 e 10/2968 e 10/2969 e 10/2970 e 10/2971 e 10/2972 e 10/2973 e 10/2974 e 10/2975 e 10/2976 e 10/2977 e 10/2978 e 10/2979 e 10/2980 e 10/2981 e 10/2982 e 10/2983 e 10/2984 e 10/2985 e 10/2986 e 10/2987 e 10/2988 e 10/2989 e 10/2990 e 10/2991 e 10/2992 e 10/2993 e 10/2994 e 10/2995 e 10/2996 e 10/2997 e 10/2998 e 10/2999 e 10/3000 e 10/3001 e 10/3002 e 10/3003 e 10/3004 e 10/3005 e 10/3006 e 10/3007 e 10/3008 e 10/3009 e 10/3010 e 10/3011 e 10/3012 e 10/3013 e 10/3014 e 10/3015 e 10/3016 e 10/3017 e 10/3018 e 10/3019 e 10/3020 e 10/3021 e 10/3022 e 10/3023 e 10/3024 e 10/3025 e 10/3026 e 10/3027 e 10/3028 e 10/3029 e 10/3030 e 10/3031 e 10/3032 e 10/3033 e 10/3034 e 10/3035 e 10/3036 e 10/3037 e 10/3038 e 10/3039 e 10/3040 e 10/3041 e 10/3042 e 10/3043 e 10/3044 e 10/3045 e 10/3046 e 10/3047 e 10/3048 e 10/3049 e 10/3050 e 10/3051 e 10/3052 e 10/3053 e 10/3054 e 10/3055 e 10/3056 e 10/3057 e 10/3058 e 10/3059 e 10/3060 e 10/3061 e 10/3062 e 10/3063 e 10/3064 e 10/3065 e 10/3066 e 10/3067 e 10/3068 e 10/3069 e 10/3070 e 10/3071 e 10/3072 e 10/3073 e 10/3074 e 10/3075 e 10/3076 e 10/3077 e 10/3078 e 10/3079 e 10/3080 e 10/3081 e 10/3082 e 10/3083 e 10/3084 e 10/3085 e 10/3086 e 10/3087 e 10/3088 e 10/3089 e 10/3090 e 10/3091 e 10/3092 e 10/3093 e 10/3094 e 10/3095 e 10/3096 e 10/3097 e 10/3098 e 10/3099 e 10/3100 e 10/3101 e 10/3102 e 10/3103 e 10/3104 e 10/3105 e 10/3106 e 10/3107 e 10/3108 e 10/3109 e 10/3110 e 10/3111 e 10/3112 e 10/3113 e 10/3114 e 10/3115 e 10/3116 e 10/3117 e 10/3118 e 10/3119 e 10/3120 e 10/3121 e 10/3122 e 10/3123 e 10/3124 e 10/3125 e 10/3126 e 10/3127 e 10/3128 e 10/3129 e 10/3130 e 10/3131 e 10/3132 e 10/3133 e 10/3134 e 10/3135 e 10/3136 e 10/3137 e 10/3138 e 10/3139 e 10/3140 e 10/3141 e 10/3142 e 10/3143 e 10/3144 e 10/3145 e 10/3146 e 10/3147 e 10/3148 e 10/3149 e 10/3150 e 10/3151 e 10/3152 e 10/3153 e 10/3154 e 10/3155 e 10/3156 e 10/3157 e 10/3158 e 10/3159 e 10/3160 e 10/3161 e 10/3162 e 10/3163 e 10/3164 e 10/3165 e 10/3166 e 10/3167 e 10/3168 e 10/3169 e 10/3170 e 10/3171 e 10/3172 e 10/3173 e 10/3174 e 10/3175 e 10/3176 e 10/3177 e 10/3178 e 10/3179 e 10/3180 e 10/3181 e 10/3182 e 10/3183 e 10/3184 e 10/3185 e 10/3186 e 10/3187 e 10/3188 e 10/3189 e 10/3190 e 10/3191 e 10/3192 e 10/3193 e 10/3194 e 10/3195 e 10/3196 e 10/3197 e 10/3198 e 10/3199 e 10/3200 e 10/3201 e 10/3202 e 10/3203 e 10/3204 e 10/3205 e 10/3206 e 10/3207 e 10/3208 e 10/3209 e 10/3210 e 10/3211 e 10/3212 e 10/3213 e 10/3214 e 10/3215 e 10/3216 e 10/3217 e 10/3218 e 10/3219 e 10/3220 e 10/3221 e 10/3222 e 10/3223 e 10/3224 e 10/3225 e 10/3226 e 10/3227 e 10/3228 e 10/3229 e 10/3230 e 10/3231 e 10/3232 e 10/3233 e 10/3234 e 10/3235 e 10/3236 e 10/3237 e 10/3238 e 10/3239 e 10/3240 e 10/3241 e 10/3242 e 10/3243 e 10/3244 e 10/3245 e 10/3246 e 10/3247 e 10/3248 e 10/3249 e 10/3250 e 10/3251 e 10/3252 e 10/3253 e 10/3254 e 10/3255 e 10/3256 e 10/3257 e 10/3258 e 10/3259 e 10/3260 e 10/3261 e 10/3262 e 10/3263 e 10/3264 e 10/3265 e 10/3266 e 10/3267 e 10/3268 e 10/3269 e 10/3270 e 10/3271 e 10/3272 e 10/

e di assumersene la responsabilità entro tali limiti, sottolineando la circostanza che gli amministratori non esecutivi possono fare *ragionevole affidamento* sull'informazione ricevuta.

Nello specifico, l'articolo 9 modifica il Codice civile, e segnatamente, al comma 1:

la **lettera a)** interviene sull'articolo 2364 c.c. – disciplinante l'assemblea ordinaria nelle società prive di consiglio di sorveglianza – modificandone il primo comma, per operare al numero 6) un coordinamento con la nuova disciplina di cui all'articolo 125-bis.1 del Testo Unico della finanza, che prevede una competenza consiliare in materia di svolgimento dell'assemblea.

La **lettera b)** sostituisce il vigente articolo 2380 c.c. L'intervento provvede a riformare il sistema di corporate governance delle società di capitali rendendo ogni modello di amministrazione e controllo autosufficiente ed eliminando qualsiasi rinvio al modello tradizionale come modello base.

Tramite sostituzione del vigente articolo 2380 del Codice civile, si apportano le modificazioni di seguito segnalate.

Il primo comma del vigente articolo 2380 c.c. non viene riproposto poiché il sistema tradizionale non è più il sistema di default.

Il primo comma, nella nuova versione dell'articolo, contiene la riserva allo statuto in merito al sistema di amministrazione e controllo da adottare, consentendo di scegliere una delle alternative disponibili.

Analogamente, il secondo comma specifica che, salvo che la deliberazione disponga altrimenti, la variazione di sistema ha effetto alla data della riunione dell'organo competente convocato per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio successivo.

Infine, il terzo comma – rispetto al testo, del medesimo, nella versione vigente dell'articolo 2380 c.c.- contiene una modifica di ordine meramente lessicale, funzionale a rendere la disposizione applicabile anche al sistema dualistico.

La **lettera c)**, prima dell'articolo 2380-bis c.c. sopprime la rubrica del paragrafo §2 al fine di superare l'attuale suddivisione nei paragrafi 2, 3 e 4 e fare rientrare le relative disposizioni nell'attuale paragrafo §1, "Disposizioni generali".

La **lettera d)** sostituisce il vigente articolo 2380-bis c.c., apportando le modificazioni di seguito segnalate.

La disposizione normativa di cui al primo comma risulta modificata rispetto al testo vigente al fine di precisare che rientra nei compiti di competenza esclusiva degli amministratori anche l'organizzazione aziendale, che va a ricomprendere l'istituzione dell'assetto organizzativo -contabile. Inoltre, si precisa che le attività intraprese dagli amministratori debbono essere strumentali all'attuazione dell'oggetto sociale (espungendo il riferimento al "necessario").

Il vigente terzo comma viene sostituito dall'enunciazione del principio di collegialità.

Rispetto al vigente quarto comma, la nuova disposizione apporta delle modifiche affinché la regola possa essere applicabile anche al sistema dualistico. La correzione al testo proposto è in linea con quanto similmente disposto all'articolo 2381, primo comma, c.c.



Le disposizioni del vigente quinto comma sono spostate nel successivo articolo 2381, primo comma, c.c.

La **lettera e)** sostituisce l'articolo 2381 c.c., dedicato alla nomina e ai doveri del presidente.

Il nuovo primo periodo del primo comma riprende il contenuto dell'articolo 2380-bis, quinto comma modificandolo per generalizzarne l'applicazione ed esplicitare il potere dell'autonomia statutaria di definire le modalità di nomina del presidente. Nel nuovo secondo comma è espunto il periodo relativo all'informazione consiliare, che appare più appropriato collocare nel nuovo articolo 2381-ter, secondo comma, rubricato "Informazione consiliare".

I commi dal secondo al sesto dell'attuale 2381 non sono riproposti perché le relative disposizioni confluiscono in nuovi articoli dedicati (cfr. infra).

La **lettera f)** inserisce gli articoli 2381-bis e 2381-ter del Codice civile.

La nuova disposizione di cui all'articolo 2381-bis riprende con modifiche il vigente articolo 2381, commi secondo terzo e quarto, al fine di disciplinare in unico specifico contesto l'attribuzione di deleghe gestorie.

Il primo comma, secondo periodo, ha l'obiettivo di chiarire che nel sistema oggi denominato "dualistico" non è consentita la costituzione di un comitato esecutivo nel consiglio di gestione.

Il secondo comma riprende l'articolo 2381, comma terzo, c.c. con modifiche volte a consentirne l'applicazione indifferentemente nei diversi sistemi di *corporate governance*.

Il terzo comma riproduce quanto attualmente previsto dall'articolo 2381, comma quarto, c.c. ma chiarisce, altresì, che tra le competenze non delegabili rientra anche la decisione di adottare uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e dell'insolvenza (ferma la possibilità di delegarne l'attuazione).

Il quarto comma, nel riprendere le disposizioni di cui al vigente articolo 2381, quinto comma, c.c. chiarisce competenze e responsabilità in tema di assetti. In particolare, la norma chiarisce che gli organi delegati curano l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile di cui all'articolo 2086, comma secondo, c.c.

Il nuovo articolo 2381-ter c.c. disciplina l'informazione consiliare.

Il primo e il terzo comma riproducono l'attuale articolo 2381, sesto comma, c.c., senza modifiche, ribadendo il dovere degli amministratori di agire in modo informato e la facoltà di ciascun amministratore di richiedere informazioni.

Il secondo comma riproduce, senza modifiche, l'attuale articolo 2381, primo comma, ultimo periodo, c.c. ribadendo il dovere del presidente di far sì che ai consiglieri siano fornite adeguate informazioni.

Il quarto comma introduce una nuova disposizione al fine di chiarire la regola di responsabilità degli amministratori non esecutivi in rapporto all'informazione per essi disponibile: secondo la nuova previsione, essi possono fare ragionevole affidamento sull'informazione ricevuta (anzitutto per il tramite del presidente, ai sensi del secondo comma) anche in relazione alle loro competenze: la previsione, che va letta in combinato disposto con l'articolo 2392, secondo comma, del Codice civile (cfr. infra per le relative modifiche) è volta a innalzare il livello di diligenza richiesto nella valutazione dell'adequazione delle informazioni ricevute laddove i consiglieri dispongano di specifiche *expertise* in relazione a determinate materie oggetto della discussione consiliale.



La **lettera g)** modifica l'articolo 2383 del Codice civile, relativo alla nomina e revoca degli amministratori e alla durata del loro incarico.

Al primo comma è eliminato il primo periodo, perché si tratta di disposizione non applicabile indifferentemente ai diversi sistemi di corporate governance.

Al secondo e terzo comma sono apportate modifiche di coordinamento per consentirne l'applicazione indifferentemente ai diversi sistemi di *corporate governance*.

La **lettera h)** abroga l'articolo 2386 c.c. in quanto le relative disposizioni sono integralmente riprodotte agli articoli 2396-*undecies* e 2409-*septiesdecies*.1 del Codice civile.

La **lettera i)** modifica l'articolo 2388 c.c. al fine di consentirne l'applicazione indifferentemente nei diversi sistemi di amministrazione e controllo: al primo comma il riferimento al Consiglio di amministrazione è sostituito da un riferimento al "consiglio". Analogamente, al quarto comma il riferimento al collegio sindacale è sostituito dal riferimento all'"organo di controllo".

La **lettera l)** sostituisce il primo comma dell'articolo 2389 c.c. apportando talune modifiche volte a consentirne l'applicazione indifferentemente nei diversi sistemi di corporate governance.

In tale contesto, *l'incipit* "salvo diversa disposizione dello statuto" è esclusivamente strumentale ad allineare la nuova previsione "trasversale" a quanto previsto dall'articolo 2409-*terdecies* c.c., primo comma, lettera a) (che prevede l'attribuzione al consiglio di sorveglianza del potere di nominare i componenti del consiglio di gestione e determinarne i compensi, salva diversa previsione dello statuto a favore della competenza assembleare con riferimento ai compensi).

Il riferimento alla determinazione dei compensi dei componenti del comitato esecutivo viene inserito in due norme dedicate rispettivamente al sistema con collegio sindacale (cfr. 2396-*duodecies* c.c.) e al sistema con comitato per il controllo sulla gestione (2409-*septies*.2 c.c.) (cfr. *infra*).

Si apportano altresì, al terzo comma, modifiche di coordinamento volte a rendere le disposizioni applicabili ai diversi modelli, nonché un intervento di carattere meramente redazionale.

La **lettera m)** modifica l'articolo 2390 in materia di divieto di concorrenza degli amministratori, ampliando, al primo comma, l'ambito di applicazione della previsione normativa con un riferimento all'incarico di dirigente con responsabilità strategiche ed enfatizzando la necessità che l'autorizzazione dell'assemblea per l'assunzione degli incarichi in società concorrenti abbia carattere "specifico".

La **lettera n)**, dopo l'articolo 2390 c.c., introduce il nuovo articolo 2390-*bis* c.c., rubricato «*Utilizzazione delle informazioni*», al fine di esplicitare quanto attualmente previsto dal vigente articolo 2391, comma quinto, c.c. che viene contestualmente abrogato.

La **lettera o)** sostituisce il vigente articolo 2391 c.c., in materia di disciplina degli interessi degli amministratori, anche al fine di renderla applicabile a tutti i modelli di *corporate governance*.



A questo scopo il nuovo articolo 2391 c.c. ripropone il vigente primo comma, apportandovi una modifica di mero coordinamento che, tramite richiamo all'organo di controllo, lo rende applicabile a tutti i sistemi di governo societario.

Il testo del vigente quinto comma non è riproposto in quanto la relativa disposizione è traslata al nuovo articolo 2390-*bis* c.c., mentre contiene una previsione volta a conferire alla società tutte le leve opportune (anzitutto con riguardo all'informazione resa disponibile ad amministratori palesemente in conflitto e sino all'interdizione a partecipare all'adunanza) per il caso vi sia un amministratore portatore di un interesse in una determinata operazione.

La **lettera p)** modifica l'articolo 2391-*bis* c.c. relativo al potere regolamentare attribuito alla Consob in materia di operazioni con parti correlate al fine di meglio perimetrarlo.

L'ultimo periodo del comma terzo, lettera *b)*, dispone che in aggiunta agli altri casi di esenzione, la Consob preveda in ogni caso che le procedure della società possano escludere dall'applicazione delle regole di cui al comma terzo primo periodo, le operazioni con parti correlate individuate dalla stessa Consob, in base alle soglie di rilevanza di cui alla lettera *a)*, 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 **lettera q)**, modifica l'articolo 2392 c.c. in materia di responsabilità degli amministratori verso la società per meglio perimetrare la stessa nei confronti degli amministratori non esecutivi.

In particolare, il secondo comma è modificato per aggiornare il riferimento alle previsioni dell'articolo 2381c.c., terzo comma, trasfuso nel nuovo articolo 2381-*bis* c.c. e per collegamento sistematico con le nuove previsioni di cui all'articolo 2381-*ter* del Codice civile, onde escludere dalla responsabilità solidale gli amministratori non esecutivi che abbiano fatto ragionevole affidamento sulle informazioni ricevute in consiglio e, pertanto, non conoscevano né potevano conoscere l'esistenza di fatti pregiudizievoli.

Il terzo comma è modificato per consentirne l'applicazione indifferentemente nei diversi sistemi.

La **lettera r)** sostituisce il vigente articolo 2393 c.c., apportando le modificazioni di seguito segnalate.

Il nuovo articolo ripropone integralmente la versione vigente dell'articolo 2393 c.c., a eccezione dell'attuale terzo comma, relativo all'azione di responsabilità promossa a seguito di deliberazione del collegio sindacale, spostato all'articolo 2396-*duodecies* c.c., in quanto applicabile al solo sistema tradizionale.

Viene abrogato il vigente terzo comma, spostato all'articolo 2396-*duodecies* c.c., in quanto applicabile al solo sistema tradizionale.

La **lettera s)** modifica l'articolo 2393-*bis* c.c. contenente la disciplina dell'azione sociale di responsabilità esercitata dai soci, per renderla



compatibile con tutti i sistemi di *governance*, in particolare modificando il terzo comma al fine di sostituire l'attuale riferimento al collegio sindacale con un riferimento all'organo di controllo.

La **lettera t)** modifica l'articolo 2394-*bis* c.c. Nello specifico, si provvede ad effettuare un aggiornamento alle nuove disposizioni del Codice della crisi d'impresa, sostituendo il riferimento al fallimento con un riferimento alla procedura di liquidazione giudiziale.

Si inserisce un riferimento al concordato liquidatorio (per allineamento alla legittimazione attiva prevista dal Codice della crisi in favore del liquidatore giudiziale) e inserito un termine di natura decadenziale per l'esercizio delle azioni di responsabilità in caso di procedure di insolvenza, che favorisce il celere ed efficiente svolgimento delle procedure.

La **lettera u)**, introduce dopo l'articolo 2396 c.c. gli articoli da 2396-*bis*, 2396-*ter*, 2396-*quater*, 2396-*quinqies*, 2396-*sexies*, 2396-*septies*, 2396-*octies*, 2396-*novies*, 2396-*decies*, 2396-*undecies*, 2396-*duodecies* e 2396-*terdecies*.

L'articolo 2396-*bis* c.c., rubricato «*Divieto di concorrenza e utilizzazione delle informazioni per i direttori generali*», estende ai direttori generali l'applicazione dei divieti attualmente previsti per i soli amministratori all'articolo 2391, quinto comma, c.c.

Il nuovo articolo 2396-*ter* c.c. rubricato «*Denuncia all'organo di controllo*», riproduce, con alcune modifiche, l'articolo 2408 del Codice civile, per farne oggetto di applicazione generale.

Il primo comma è modificato, rispetto alla vigente versione dell'articolo 2408, per rendere la norma applicabile a tutti i sistemi di amministrazione e controllo.

Analogamente, il secondo comma è modificato nel senso di gravare anche il comitato per il controllo sulla gestione (e non solamente il collegio sindacale e il consiglio di sorveglianza come nel quadro attuale) del dovere di convocare l'assemblea nel caso in cui ravvisi fatti censurabili di rilevante gravità. Questo anche alla luce dell'allargamento dei compiti di vigilanza attribuiti al comitato per il controllo sulla gestione con le nuove disposizioni di cui all'articolo 2396-*quinqies* del Codice civile.

L'articolo 2396-*quater* c.c. rubricato «*Denuncia al tribunale*», riproduce con modifiche l'articolo 2409 c.c. Il primo comma dispone le condizioni in forza delle quali è possibile effettuare una denuncia al tribunale ed è redatta in modo da consentirne l'applicazione indifferentemente nei diversi sistemi di amministrazione e controllo.

Il secondo comma disciplina il rito da seguire per la domanda di denuncia al tribunale e conferisce allo stesso tribunale il poter di disporre l'ispezione.

Il terzo comma è modificato allo scopo di differenziare, quanto alle ragioni per non ordinare l'ispezione, la posizione dei componenti dell'organo di controllo rispetto a quella degli amministratori. Inoltre, si prevede la possibilità per il tribunale di subordinare la sospensione del procedimento anche alla sostituzione dell'organo di controllo.

I commi successivi sono redatti in una forma tale da consentirne l'applicazione indifferentemente nei diversi sistemi di amministrazione e controllo.

Il nuovo articolo 2396-*quinqies* c.c. rubricato «*Doveri dell'organo di controllo*», riproduce, con modifiche l'articolo, l'attuale articolo 2403, primo



comma, al fine di introdurre una disciplina dei doveri dell'organo di controllo compatibile con tutti i sistemi di *corporate governance*.

Il primo comma, primo periodo, rende omogenei i doveri principali degli organi di controllo nei diversi sistemi. Da sottolineare che è chiarito che la vigilanza riguarda anche il sistema di controllo interno e gestione dei rischi e il coordinamento delle sue funzioni (precisazione opportuna, in linea con le esigenze della prassi aziendale come anche interpretate dalle disposizioni di vigilanza bancaria).

Il primo comma, secondo periodo, chiarisce il rapporto con la normativa di diritto speciale (in particolare per le società sottoposte a vigilanza prudenziale).

Il secondo comma (che replica quanto previsto dall'articolo 153 TUF, come modificato dal presente decreto) rende generale il dovere di informativa ai soci già oggi previsto in capo al collegio sindacale (*ex* articolo 2429 del Codice civile) e al consiglio di sorveglianza (*ex* articolo 2409-*terdecies*, lettera *f*) del Codice civile).

L'articolo 2396-*sexies* c.c. rubricato «Poteri dell'organo di controllo», riproduce, con modifiche, quanto attualmente disposto dagli articoli 2403-*bis*, 2406, secondo comma, del Codice civile al fine di introdurre una disciplina dei poteri dell'organo di controllo compatibile con tutti i sistemi di amministrazione e controllo.

Il primo comma rende omogenei i poteri principali degli organi di controllo nei diversi sistemi. Nello specifico estende al comitato per il controllo sulla gestione i poteri di ispezione e di controllo e di convocazione dell'assemblea. Ciò anche alla luce dell'allargamento dei compiti di vigilanza attribuiti al comitato per il controllo sulla gestione *ex* articolo 2396-*quinqüies* del Codice civile

Il secondo comma traspone con modifiche quanto previsto dal secondo comma del vigente articolo 2403-*bis* c.c. per consentirne applicazione indifferentemente nei diversi sistemi.

Il terzo comma riproduce quanto previsto dal terzo comma del vigente articolo 2403-*bis* c.c.

Il nuovo articolo 2396-*septies* c.c. rubricato «Cause d'ineleggibilità e di decadenza», riproduce, con modifiche di coordinamento, l'articolo 2399, primo comma, c.c.. Le modifiche sono funzionali a consentirne applicazione indifferentemente nei diversi sistemi.

Il primo comma contiene l'elenco delle cause di incompatibilità. La lettera *a*) richiama le cause di incompatibilità previste per gli amministratori di cui all'articolo 2382 c.c. Inoltre, la disposizione della lettera *b*) contiene una semplificazione per gli affini e un adeguamento per i conviventi, mentre la disposizione della lettera *c*) contiene una modifica volta a chiarire la legittimità del c.d. "sindaco di gruppo", attraverso la specificazione che l'assunzione della carica di sindaco in altre società del gruppo non vale da sola a compromettere l'indipendenza, potendo tuttavia ricorrere ulteriori circostanze di fatto (es. la dimensione dei compensi) atte a incidere sulla sussistenza del requisito.

Il nuovo articolo 2396-*octies* c.c. rubricato «Riunioni dell'organo di controllo», riproduce l'articolo 2404, commi primo, terzo e quarto, del Codice civile richiamato per il sistema dualistico dall'articolo 2409-*quaterdecies* e per il sistema monistico dall'articolo 2409-*octiesdecies* del medesimo Codice civile



con le modifiche necessarie a consentirne applicazione indifferentemente nei diversi sistemi.

L'articolo 2396-*novies* c.c. rubricato «Revisione legale dei conti», riproduce, senza modifiche, l'attuale articolo 2409-*bis*, primo comma, del Codice civile.

Dopo l'articolo 2396-*novies* c.c. è introdotto un nuovo secondo paragrafo «Del sistema con collegio sindacale».

L'articolo 2396-*decies* c.c. rubricato «Amministratori», riproduce, con modifiche di mero coordinamento, l'articolo 2383, primo comma. Viene eliminato il riferimento all'articolo 2450 c.c., norma già soppressa dall'articolo 3, comma 2, del decreto legislativo 15 febbraio 2007, n. 10.

La nuova disposizione di cui all'art. 2396-*undecies* c.c. relativa alla sostituzione degli amministratori, riproduce l'articolo 2386 c.c. senza modifiche.

La nuova disposizione di cui all'articolo 2396-*duodecies* c.c. rubricato «Compensi dei componenti del comitato esecutivo», riproduce, con esclusivo riferimento ai compensi dei componenti del comitato esecutivo, l'attuale articolo 2389, primo comma e, alla luce delle analoghe esigenze di tutela degli azionisti, estende la necessità di acquisire il parere del collegio sindacale all'ipotesi di determinazione del compenso da parte del consiglio: tale presidio è infatti oggi richiesto dal terzo comma dell'articolo 2389 c.c. solo con riferimento alla determinazione consiliare del compenso di amministratori investiti di cariche particolari e non anche dei componenti comitato esecutivo. Il nuovo articolo 2396-*terdecies*, rubricato «Azione sociale di responsabilità», riproduce il vigente articolo 2393, terzo comma, c.c.

La **lettera v)** elimina la rubrica del §3 in quanto le disposizioni in esso contenute confluiscono nel nuovo §2.

La **lettera z)** modifica l'articolo 2397 c.c., sostituendone la rubrica con «Collegio sindacale», restando il contenuto del medesimo invariato.

La **lettera aa)** sostituisce l'articolo 2399 c.c. In particolare, il nuovo articolo riproduce il vigente articolo 2399, a esclusione del primo comma, alla luce delle nuove disposizioni di cui all'articolo 2396-*septies* del Codice civile.

La **lettera bb)** sostituisce il vigente articolo 2403 c.c., con l'abrogazione del primo comma, alla luce di quanto stabilito al nuovo articolo 2396-*quinqies* c.c. che disciplina in via generale i doveri dell'organo di controllo.

La **lettera cc)** sostituisce il vigente articolo 2403-*bis* c.c. relativo ai poteri del collegio sindacale, apportando le modificazioni di seguito segnalate.

Il nuovo articolo 2403-*bis* c.c. riproduce quanto previsto dai vigenti primo, quarto e quinto commi, salvo sostituire – rispetto alla formulazione dell'attuale quarto comma – il riferimento all'articolo 2399 c.c. con un riferimento al nuovo articolo 2396-*septies* c.c. in cui sono confluite le disposizioni rilevanti.

Il nuovo articolo, inoltre, non ripropone quanto previsto nei commi secondo e terzo della norma vigente, in quanto le relative disposizioni sono assorbite dal nuovo articolo 2396-*sexies* c.c. e viene sostituito l'attuale riferimento all'articolo 2399 c.c. con un riferimento al nuovo articolo 2396-*septies*, in cui confluiscono le disposizioni rilevanti del medesimo articolo 2399.



La **lettera dd)** sostituisce il vigente articolo 2404 c.c. In particolare, il nuovo articolo 2404 c.c. riproduce esclusivamente il testo del vigente secondo comma. Non sono invece riprodotte le disposizioni dei vigenti commi primo, terzo e quarto, dal momento che quanto in essi previsto è ora contenuto nel nuovo articolo 2396-*octies* c.c. Viene conseguentemente aggiornata la rubrica, circoscrivendone la portata al solo obbligo di partecipazione alle riunioni del collegio sindacale.

La **lettera ee)** modifica l'articolo 2406 c.c. con abrogazione del secondo comma dal momento che quanto in esso previsto è assorbito dal nuovo articolo 2396-*sexies*, primo comma c.c.

La **lettera ff)** abroga gli articoli 2408 e 2409 del Codice civile in quanto le relative disposizioni risultano trasfuse, rispettivamente, nei nuovi articoli 2396-*ter* e 2396-*quater* c.c.

La **lettera gg)** elimina la rubrica del §5 in quanto le disposizioni in esso contenute confluiscono nel nuovo §2.

La **lettera hh)** sostituisce l'articolo 2409-*bis* c.c. In particolare, il nuovo articolo 2409-*bis* c.c. riproduce esclusivamente il vigente secondo comma, mentre le disposizioni dell'attuale primo comma sono assorbite dal nuovo articolo 2396-*novies* del Codice civile.

La **lettera ii)** modifica la rubrica del §5 sostituendola con la rubrica riferita al nuovo §3 (§ 3 - Del sistema con consiglio di sorveglianza).

La **lettera ll)** abroga l'articolo 2409-*octies* c.c. in esito alle modifiche apportate all'articolo 2380 c.c.

La **lettera mm)** sostituisce il vigente articolo 2409-*novies* c.c. con le modificazioni di seguito segnalate. Nel nuovo articolo 2409-*novies* c.c. il testo del vigente primo comma non viene riproposto perché quanto da esso disposto risulta previsto all'articolo 2380-*bis* c.c. come modificato, e al nuovo articolo 2381-*bis*, primo comma, del Codice civile.

Il nuovo articolo 2409-*novies* c.c. richiama integralmente, salvo apportare una precisazione di carattere meramente redazionale, il vigente secondo comma.

Inoltre, la nuova disposizione riporta il vigente terzo comma, con alcune modifiche: viene eliminato il riferimento all'articolo 2450 c.c., già soppresso dall'articolo 3, comma 2, del decreto legislativo 15 febbraio 2007, n. 10, nonché viene inserito un nuovo periodo, che introduce una regola volta a mantenere un tendenziale allineamento nella durata degli organi di amministrazione e controllo nel sistema dualistico.

I vigenti commi quarto e quinto non vengono riproposti in quanto le relative disposizioni sono ora contenute nell'articolo 2383, commi secondo e terzo, c.c. come modificati.

La **lettera nn)** sostituisce l'articolo 2409-*decies* c.c. apportando talune modifiche di coordinamento. In particolare, il nuovo articolo 2409-*decies* c.c. richiama l'articolo vigente, a esclusione dei commi primo – in quanto disposizione superflua, alla luce di quanto disposto dall'articolo 2380, terzo



comma, come modificato, e del fatto che gli articoli 2393 e 2393-*bis* c.c. sono divenuti norme comuni ai diversi sistemi – e terzo – in considerazione della nuova regola generale dell'articolo 2393, terzo comma del Codice civile.

La **lettera oo)** abroga l'articolo 2409-*undecies* c.c. in quanto la disciplina dell'attuale sistema dualistico è articolata in modo autosufficiente e non sono più necessarie disposizioni di rinvio alla disciplina del modello tradizionale.

La **lettera pp)** sostituisce il vigente articolo 2409-*duodecies* c.c. e si apportano le modificazioni di seguito segnalate.

Si interviene sul secondo comma vigente al fine di eliminare il riferimento all'articolo 2450 c.c., già soppresso dall'articolo 3, comma 2, del decreto legislativo 15 febbraio 2007, n. 10.

Il nuovo articolo 2409-*duodecies* c.c. non ripropone i vigenti commi decimo e undicesimo in quanto le disposizioni in essi contenute sono già riproposte nell'articolo 2396-*septies* c.c. che si applica a tutti gli organi di controllo.

Il nuovo quinto comma riproduce il testo dell'attuale disposizione, con una modifica di mero coordinamento.

Sono aggiunti quattro ulteriori commi rispetto alla norma vigente.

Il nuovo comma decimo richiama la disciplina sulle cause di ineleggibilità, prevista dal nuovo articolo 2396-*septies* c.c. modificandola per tenere conto in modo adeguato della natura e dei compiti del consiglio di sorveglianza.

Tramite il nuovo undicesimo comma, si riproduce la norma di cui all'attuale articolo 2409-*duodecies*, comma decimo, lettera b) e il vigente undicesimo comma è riproposto nel nuovo dodicesimo comma.

Il nuovo comma tredicesimo riproduce la norma di cui all'articolo 2400, terzo comma, c.c. attualmente solo richiamata dal vigente articolo 2409-*quaterdecies* del Codice civile.

Il nuovo quattordicesimo comma riproduce la norma di cui all'articolo 2400, quarto comma, c.c. attualmente solo richiamata dal vigente articolo 2409-*quaterdecies* c.c. secondo cui al momento della nomina e prima dell'accettazione sono resi noti gli eventuali altri incarichi ricoperti dai membri del consiglio di sorveglianza.

La **lettera qq)**, dopo l'articolo 2409-*duodecies* c.c. inserisce il nuovo articolo 2409-*duodecies*.1 c.c. al fine di introdurre una disciplina dedicata in tema retribuzione per i componenti del consiglio di sorveglianza, in virtù dell'autosufficienza della disciplina del modello. Il primo comma stabilisce che la retribuzione dei componenti del consiglio di sorveglianza deve esser stabilita dall'assemblea riproponendo quanto attualmente previsto dall'articolo 2402 c.c. (e applicabile al consiglio di sorveglianza in virtù di quanto previsto dall'articolo 2409-*quaterdecies* c.c.).

La **lettera rr)** reca interventi di coordinamento sull'articolo 2409-*terdecies* c.c. Al primo comma, si richiama quanto previsto dalle disposizioni generali sui doveri dell'organo di controllo di cui all'art. 2396-*quinquies* del Codice civile e si abroga:

- la lettera c), contenente il rinvio all'articolo 2403 del Codice civile, in quanto replicativa di quanto previsto dal citato articolo 2396-*quinquies*, primo comma, c.c.; nonché



- le lettere e) ed f) perché assorbite da quanto previsto dai nuovi articoli 2396-*quater*, settimo comma, e 2396-*quinqüies*, secondo comma, del Codice civile.

All'ultimo comma si ripropone quanto previsto attualmente dall'articolo 2406 del Codice civile, richiamato dal vigente articolo 2409-*quaterdecies* al primo comma. Il comma prevede l'obbligo per il consiglio di sorveglianza di convocare l'assemblea, in caso di omissione o ritardo nell'agire da parte del consiglio di gestione.

La **lettera ss)**, dopo l'articolo 2409-*terdecies* c.c. inserisce il nuovo articolo 2409-*terdecies*.1 che disciplina la validità delle deliberazioni del consiglio di sorveglianza, riproducendo l'articolo 2388, c.c. attualmente richiamato dall'articolo 2409-*quaterdecies* c.c.

La **lettera tt)** sostituisce il vigente articolo 2409-*quaterdecies* c.c. al fine di modificare la disciplina in tema di impugnazione della delibera con la quale il consiglio di sorveglianza approva il bilancio, richiamando l'articolo 2379 c.c. in materia di nullità delle deliberazioni delle società per azioni.

Il nuovo articolo 2409-*quaterdecies* c.c. riproduce esclusivamente il testo del vigente secondo comma e non anche del primo comma, atteso che la disciplina del sistema dualistico è articolata in modo autosufficiente e non sono più necessarie disposizioni di rinvio alla disciplina del modello oggi "tradizionale". Si aggiorna conseguentemente la rubrica.

La **lettera uu)** modifica l'articolo 2409-*quinqüesdecies* c.c. recante la disciplina in tema di revisione legale dei conti. Il primo comma viene modificato mediante una disposizione che riproduce, con modifiche di coordinamento, l'articolo 2409-*septies* c.c. richiamato dall'articolo 2409-*quaterdecies* del Codice civile. Si modifica altresì la rubrica.

La **lettera vv)** sostituisce la rubrica del paragrafo §6 con la rubrica del nuovo paragrafo §4 «Del sistema con comitato per il controllo sulla gestione».

La **lettera zz)** abroga l'articolo 2409-*sexiesdecies* c.c. alla luce delle modifiche apportate all'articolo 2380 c.c. che contiene a esito dell'intervento le disposizioni descrittive dei tre sistemi di amministrazione e controllo.

La **lettera aaa)** sostituisce il vigente articolo 2409-*septiesdecies*, al fine di modificare la disciplina in tema di Consiglio di amministrazione. In particolare, il nuovo articolo 2409-*septiesdecies* c.c. riproduce al primo comma quanto contenuto nel secondo della versione vigente, introducendo un nuovo periodo che replica quanto previsto dall'articolo 2400, comma 1, attualmente richiamato dall'articolo 2409-*noviesdecies* c.c. con modifiche di mero adattamento. Il secondo comma della nuova versione dell'articolo riproduce il testo del terzo del comma nella sua formulazione attuale.

Quanto previsto nel primo comma del testo vigente circa la gestione dell'impresa, di spettanza del consiglio di amministrazione, non è riprodotto alla luce della nuova norma generale di cui all'articolo 2380-bis, comma 1.

La **lettera bbb)**, introduce al Codice civile dopo l'articolo 2409-*septiesdecies* i nuovi articoli 2409-*septiesdecies*.1. e 2409-*septiesdecies*.2.

In particolare, il nuovo articolo 2409-*septiesdecies*.1 c.c. riproduce, con adattamenti di mero coordinamento, l'articolo 2386 c.c., attualmente richiamato dall'articolo 2409-*noviesdecies* c.c.



Il nuovo articolo 2409-*septesdecies* 2 c.c., in linea con le nuove previsioni di cui all'art. 2396-*duodecies* c.c., riproduce, per il sistema con comitato per il controllo sulla gestione, l'attuale articolo 2389, primo comma (oggi richiamato dall'art. 2409-*noviesdecies* c.c.), con esclusivo riferimento ai compensi dei componenti del comitato esecutivo. Si prevede l'acquisizione del parere del comitato per il controllo sulla gestione, analogamente a quanto previsto dall'articolo 2396-*duodecies* c.c. con riferimento al parere del collegio sindacale, nel caso i compensi siano stabiliti dal Consiglio di amministrazione.

La **lettera ccc)** sostituisce il vigente articolo 2409-*octiesdecies* c.c. intervenendo sulla disciplina del comitato per il controllo sulla gestione.

In particolare, il nuovo articolo 2409-*octiesdecies* c.c. riproduce integralmente i vigenti commi primo, secondo, terzo e quarto; per quanto concerne il vigente quinto comma, questo è riproposto con eliminazione della lettera *b)*, in quanto le relative disposizioni sono confluite nell'articolo 2396-*quinqüies* c.c. applicabile anche al comitato per il controllo sulla gestione. Infine, quanto previsto dall'attuale lettera *c)*, del quinto comma, diventa un autonomo sesto comma.

Il vigente comma sesto non è riprodotto, atteso che la disciplina del sistema monistico è articolata in modo autosufficiente e non sono più necessarie disposizioni di rinvio alla disciplina del modello oggi "tradizionale".

Il comma settimo riproduce l'obbligo per i componenti del comitato per il controllo sulla gestione di assistere alle riunioni del comitato esecutivo, secondo quanto oggi previsto dall'articolo 2405 del Codice civile, primo comma, richiamato attualmente dall'ultimo comma dell'articolo 2409-*octiesdecies* del medesimo codice.

Il comma ottavo conferisce la facoltà al comitato per il controllo sulla gestione di chiedere di adottare i provvedimenti di cui all'articolo 2396-*quater*, comma settimo, del Codice civile (denuncia al tribunale), nel caso in cui le irregolarità rilevate attengano a materie di competenza consiliare, solo ove la maggioranza dei componenti del comitato abbia espresso voto contrario alla determinazione.

La **lettera ddd)** sostituisce interamente l'articolo 2409-*novesdecies*. Il primo comma vigente non viene riproposto alla luce della nuova articolazione autosufficiente della disciplina del sistema monistico, con soppressione dei rinvii alla disciplina del modello tradizionale.

La rubrica è aggiornata di conseguenza.

L'articolo 10 reca modificazioni e integrazioni della normativa vigente e disposizioni di coordinamento.

Il comma 1 interviene sul decreto legislativo n. 385, del 1° settembre 1993 in attuazione del criterio previsto dall'articolo 19, comma 2, lettera *l-ter)* della legge n. 21/2024, che delega il Governo ad apportare le opportune modifiche e integrazioni alla normativa vigente in materia di crisi degli intermediari disciplinati, tra l'altro, dal testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, al fine di assicurare maggiore efficacia ed efficienza alla gestione delle crisi, tenuto conto delle esigenze di proporzionalità della disciplina e di celerità delle relative procedure.

Nello specifico sono modificate le disposizioni del T.U. bancario riferite di seguito.



La **lettera a)** modifica l'articolo 96-*quinqües*, inserendo un nuovo comma 4-*bis*, che affida al potere regolamentare della Banca d'Italia la definizione della disciplina attuativa del medesimo articolo.

La **lettera b)**, specularmente alla modifica all'articolo 96-*quinqües*, modifica l'articolo 99-*bis* inserendo un nuovo comma 4-*bis*, per prevedere, anche in relazione alla liquidazione ordinaria delle capogruppo italiane, il potere della Banca d'Italia di emanare disposizioni attuative del medesimo articolo.

La **lettera c)** modifica l'articolo 113-*bis*. Le modifiche introdotte alla disposizione in esame mirano ad affinare il regime giuridico della gestione provvisoria e della sospensione delle funzioni degli organi sociali applicabile agli intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'articolo 106 del T.U. bancario.

In particolare, le modifiche al comma 1 sono volte ad integrare i presupposti per l'avvio della gestione provvisoria, nonché a prevedere che il provvedimento di avvio comporta la sospensione di tutte le funzioni degli organi sociali. Quest'ultima previsione è volta a garantire l'efficacia dell'intervento commissariale, evitando eventuali forme di ostruzionismo da parte degli organi sociali.

Le modifiche al comma 3 intervengono, in particolare, sulla durata della procedura, prevedendo una disciplina più flessibile e aderente alle specificità dei singoli casi. Tale estensione temporale risponde ad esigenze operative emerse in sede applicativa.

Infine, il nuovo comma 3-*bis* estende agli intermediari di cui all'articolo 106 del T.U. bancario – nonché, in virtù dei rinvii normativi, ai gestori di crediti deteriorati, agli istituti di moneta elettronica e agli istituti di pagamento – la deroga prevista per banche (articolo 70, ultimo comma), SIM e gestori autorizzati (articolo 56, comma 4-*ter*, del TUF) dall'applicazione del controllo giudiziario ex articolo 2396-*quater* del codice civile. L'obiettivo è quello di concentrare le denunce previste dalla disposizione codicistica sulla Banca d'Italia. Si modifica altresì la rubrica dell'articolo.

La **lettera d)** modifica alcune disposizioni dell'articolo 113-*ter* del T.U. bancario, relativo alla revoca dell'autorizzazione e liquidazione degli intermediari finanziari. Al comma 1, con l'inserimento della nuova lettera b-*bis*), viene chiarito che presupposto per la revoca dell'autorizzazione dell'intermediario è anche l'insolvenza, declinata come incapacità dell'ente di pagare i propri debiti alla scadenza.

Questo intervento lascia inalterata la distinta fattispecie dell'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza dell'intermediario prevista dall'articolo 82 del T.U. bancario e ora richiamata al comma 6 (per effetto della soppressione del comma 6-*bis*: v. *infra*).

Con le modifiche al comma 3-*bis* si apportano alcuni correttivi per rendere derogabile l'impianto, attualmente bifasico, del procedimento (fondato sull'adozione di un provvedimento di revoca dell'autorizzazione, seguito dall'avvio di una liquidazione ordinaria/civilistica dell'intermediario, salvo il possibile avvio della più rigorosa procedura di LCA ove la prima non possa svolgersi regolarmente). In particolare, anche per tenere conto di esigenze



sorte nella prassi operativa, e al fine di assicurare una maggiore adattabilità, rispetto al caso concreto, alla situazione tecnica dell'intermediario e alla gravità della crisi, dell'intervento dell'Autorità, le modifiche mirano: (i) per un verso, a chiarire che, dopo l'adozione del provvedimento di revoca, resta fermo il potere della Banca d'Italia di proporre in ogni momento al Ministro dell'economia e delle finanze l'avvio della LCA laddove emerga la carenza dei presupposti per l'ordinata liquidazione dell'ente, specificando che ciò può avvenire anche nel periodo intercorrente tra l'adozione del cennato provvedimento di revoca e la comunicazione del programma di liquidazione da parte dell'intermediario; (ii) per altro verso, a consentire alla Banca d'Italia, in deroga al comma 1, di avanzare direttamente al Ministro dell'economia e delle finanze la proposta di revoca dell'autorizzazione e di avvio della LCA, se, ricorrendo i presupposti indicati al medesimo comma 1, emerge invece da subito l'assenza delle condizioni per lo svolgimento di una liquidazione ordinata dell'ente. La previsione risponde quindi anche a istanze di economia amministrativa.

Le modifiche al comma 6 e la soppressione del comma 6-*bis* rispondono ad esigenze di razionalizzazione e semplificazione delle previsioni in chiave di economia legislativa, lasciando inalterato, nella sostanza, l'impianto attuale. Il richiamo all'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza, come presupposto per l'apertura della LCA, è stato, come detto, fatto confluire nel precedente comma 6, disciplinandosi quindi in un'unica sede i casi di avvio diretto della LCA in deroga ai commi precedenti.

Il **comma 2** dell'articolo 10 del decreto in esame interviene sul decreto legislativo n. 231 del 21 novembre 2007 (decreto antiriciclaggio).

La **lettera a)** aggiorna l'elenco degli intermediari bancari e finanziari destinatari degli obblighi antiriciclaggio alla luce delle modifiche apportate alla disciplina sulla gestione collettiva del risparmio contenuta nel Titolo III della Parte II.

In particolare, si modifica il rinvio contenuto nelle lettere g) e h) dell'articolo 3, comma 2, del decreto antiriciclaggio, per allinearli alle nuove definizioni di Sicav e Sicaf in gestione interna di cui all'articolo 1, comma 1, lettere i.1) e i-*bis*.1) e si amplia la lista degli intermediari bancari e finanziari obbligati per includervi, con l'inserimento della lettera v-*ter*, anche la società di partenariato in gestione interna.

Allo stesso modo, si modifica l'ambito di applicazione del comma 2-*ter* del medesimo articolo 3 per tenere conto dell'ampliamento del novero degli Oicr societari in gestione esterna, che ora include anche la società di partenariato in gestione esterna di cui all'articolo 38-*bis*.

La **lettera b)**, per ragioni di coerenza e opportuno coordinamento con le modifiche apportate all'articolo 3, comma 2, modifica l'elenco di cui al comma 5 dell'articolo 6 del decreto antiriciclaggio, in modo da consentire all'Unità d'informazione finanziaria (UIF) l'acquisizione dei dati e delle informazioni presso lo stesso Oicr e agevolare l'esercizio dei poteri informativi dell'Unità.

La modifica è coerente con quanto previsto per altre finalità ai sensi dell'articolo 38 del TUF.

Il **comma 3** dell'articolo 10 interviene sul decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38 e in particolare sull'articolo 2, lettera b), in considerazione



dell'intervenuta abrogazione dell'articolo 116 del TUF ad opera della legge n. 21 del 2024, nonché sull'articolo 2, lettera c), del al fine di escludere l'applicazione del decreto medesimo alla nuova categoria delle società di gestione del risparmio sotto soglia registrate che risulterebbero altrimenti ricomprese nell'attuale definizione di società di gestione del risparmio.

Il **comma 4** dell'articolo 10 interviene sul decreto legislativo del 27 gennaio 2010, n. 39 in materia di revisione legale dei conti.

Tramite la **lettera a)** si include tra gli enti sottoposti a regime intermedio (ESRI), di cui all'articolo 19-*bis*, la nuova categoria di gestore collettivo delle società di partenariato introdotta con la riforma. La nuova categoria dei GEFIA sotto soglia sarà analogamente ricompresa tra gli ESRI, ma non occorre un intervento specifico in quanto già ricompresa nelle sue diverse possibili configurazioni in virtù del rinvio alle categorie della "società di gestione del risparmio", della "Sicaf" e della "società di partenariato".

La **lettera b)** modifica l'articolo 19-*ter*, recante la disciplina applicabile agli ESRI, al fine di inserire un nuovo periodo al comma 1 volto ad escludere ai gestori di FIA sotto soglia registrati l'applicazione dell'articolo 12 del Regolamento (UE) n. 537/2014 in materia di comunicazione alle autorità di vigilanza da parte degli enti di interesse pubblico, altrimenti applicabile agli ESRI. Il predetto articolo 12 prevede che il revisore legale o l'impresa di revisione contabile che effettua la revisione legale dei conti di un ente di interesse pubblico ha l'obbligo di segnalare tempestivamente alle autorità competenti preposte alla vigilanza di tale ente di interesse pubblico taluni fatti e circostanze; l'applicazione della disposizione è pertanto esclusa nel caso dei gestori di FIA sotto soglia registrati che, in quanto soggetti a regime di registrazione, non rientrano nel perimetro di vigilanza delle Autorità.

Il **comma 5** interviene sull'articolo 43, comma 5, del d.lgs. 18 agosto 2015, n. 136, al fine di escludere il riferimento alle società di gestione sotto soglia registrate, cui la disciplina dettata dall'articolo 43 non trova applicazione (e che sarebbero altrimenti ricomprese nella definizione di società di gestione del risparmio di cui all'articolo 1, comma 1, lettera o)).

Il **comma 6** interviene sull'articolo 223-*septies* delle disposizioni per l'attuazione del codice civile e disposizioni transitorie al fine di coordinare le relative previsioni con le modifiche apportate alle disposizioni del Libro V del Codice civile. In particolare, si specifica che i riferimenti agli organi al modello tradizionale (e ai relativi componenti) contenuti nelle leggi speciali non oggetto di specifico aggiornamento alle nuove disposizioni del Codice civile devono intendersi effettuati, a seconda dei casi, anche agli organi di amministrazione e controllo degli altri due modelli (e ai relativi componenti).

L'articolo 11 disciplina l'entrata in vigore delle disposizioni del decreto.

L'articolo 11 contiene la disciplina relativa all'entrata in vigore del decreto in esame.



Il **comma 1** dispone che il presente decreto legislativo entrerà in vigore quindici giorni dopo la pubblicazione in *Gazzetta ufficiale*, salvo quanto disposto dai commi 2, 3, 4 e 5.

Il **comma 2** prevede che, in deroga al termine stabilito al primo comma, la novella relativa alle modifiche della Parte II (Disciplina degli Intermediari), Titoli II e III (Servizi e attività di Investimento, Gestione Collettiva del Risparmio) del TUF e le modifiche apportate alle relative definizioni, troveranno applicazione a partire da nove mesi dopo l'entrata in vigore del decreto ed entro tale termine la Consob e la Banca d'Italia provvederanno ad adottare le relative normative secondarie.

Il **comma 3** prevede una espressa deroga a quanto previsto dal secondo comma, per le modifiche ai procedimenti autorizzativi in materia di gestione collettiva del risparmio, che entreranno in vigore il giorno stesso dell'entrata in vigore del decreto, ferma l'applicazione della disciplina previgente ai procedimenti già in corso alla data di entrata in vigore del decreto.

Inoltre, si prevede che le nuove disposizioni relative alla società di partenariato e ai gestori sotto soglia potranno entrare in vigore in data antecedente rispetto a quanto disposto dal comma 1, qualora, prima di tale data, fosse già stata esercitata la potestà regolamentare ai fini della disciplina dei rispettivi procedimenti di autorizzazione e registrazione e completata l'istituzione dei rispettivi albo e registro.

Il **comma 4** dispone che per quanto attiene alla normativa secondaria di cui alla Parte III Disciplina dei Mercati) e IV (Disciplina degli Emittenti) la Consob dovrà adottarla entro il termine di nove mesi dall'entrata in vigore del presente decreto legislativo, con una eccezione relativa alla potestà regolamentare prevista dall'articolo 154.4, comma 3, per la quale si prevede un termine di tre mesi.

Si specifica al **comma 5** che la disciplina prevista dagli articoli 62-*quater*, 64-*quater*, commi 6. 6-*bis* e 6-*ter*, 65-*bis*, comma 4, 65-*quater*, 65-*quinquies*, 79-*quinquiesdecies*, commi 1-*bis*, 1-*ter*, 1-*quater* e 2, 112-*bis*, 123-*ter*, comma 8, 133, 147-*quinquies* come modificati troverà applicazione a decorrere dalla data di adozione delle disposizioni di attuazione ivi previste e in ogni caso alla scadenza del termine di nove mesi previsto dal comma 4.

L'articolo 12 reca disposizioni transitorie per i GEFIA di cui all'articolo 35-undecies del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58.

La disposizione prevede una disciplina transitoria applicabile a tutti i gestori italiani volta a garantire un ordinato passaggio al nuovo regime dei gestori autorizzati e dei gestori sotto soglia registrati.

Il **comma 1** dispone che entro il termine di dodici mesi dall'adozione della relativa normativa secondaria i gestori che operano attualmente in regime di deroga ai sensi dell'art. 35-*undecies* comunichino alla Banca d'Italia la volontà di essere assoggettati alla disciplina dei gestori autorizzati, oppure, se applicabile, alla disciplina dei gestori sotto soglia registrati.



Il **comma 2** espressamente prevede la revoca dell'autorizzazione di tutti i gestori che alla scadenza del termine indicato al primo comma non siano passati al nuovo regime.

Il **comma 3** precisa che, nelle more della scadenza del termine di cui al primo comma, i gestori possono istituire nuovi FIA e proseguire nell'attività di commercializzazione.

Il **comma 4** precisa che i gestori che nel mentre avessero istituito nuovi FIA potranno procedere con la richiesta di adeguamento al nuovo regime di autorizzazione entro il termine di cui al primo comma.

Il **comma 5** conferisce alla Banca d'Italia ed alla Consob specifiche potestà regolamentari funzionali all'adeguata pianificazione e alla presentazione delle istanze di cui al primo comma.

Il **comma 6**, in coordinamento con quanto previsto ai commi terzo e quarto, espressamente permette entro il termine di cui al primo comma di potere continuare l'attività gestoria dei FIA.

L'articolo 13 reca disposizioni transitorie per i gestori di EuVECA di cui all'articolo 14 del Regolamento (UE) 345/2013 e i gestori di EuSEF di cui all'articolo 15 del Regolamento (UE) 346/2013).

Si detta una specifica disciplina transitoria per i gestori di EuVECA (Fondi Europei per il Venture Capital) e EuSEF (Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale), in parte facendo richiamo alla disciplina transitoria di cui all'articolo 12.

Il **comma 1** precisa che dopo l'emanazione degli atti di normativa secondaria di cui all'articolo 11, i gestori di EuVECA e EuSEF possono istituire e gestire nuovi FIA.

Il **comma 2** prevede un richiamo parziale alle disposizioni di cui all'articolo 12.

Il **comma 3** dispone che dopo dodici mesi dalla pubblicazione delle disposizioni regolamentari di attuazione, a tutti i gestori, che non abbiano comunicato di volere rientrare nell'abito di applicazione del nuovo regime di autorizzazione, dovranno essere cancellati dall'albo dei gestori autorizzati ed iscritti *ex officio* nell'albo di cui all'articolo 4-*quinquies*, comma 2.

L'articolo 14 reca disposizioni transitorie per le Sicav o Sicaf in gestione interna autorizzate.

Per le Sicaf e Sicav in gestione interna autorizzate, si stabilisce un termine di 12 mesi dalla pubblicazione della normativa secondaria di attuazione per l'adeguamento alle modifiche apportate alla relativa disciplina.

L'articolo 15 reca disposizioni transitorie in materia di gestione delle crisi dei gestori e degli OICR.



Il presente articolo contiene una disciplina transitoria specificatamente prevista per le crisi dei gestori e degli OICR ispirate al principio *tempus regit actum*.

Tale disciplina transitoria risulta necessaria in considerazione della portata innovativa di alcune disposizioni della novella in materia di crisi dei gestori e degli OICR, con aperture anche all'utilizzo di alcuni degli strumenti previsti dal Codice della Crisi delle Imprese.

Il **comma 1** dispone che le procedure di liquidazione giudiziale instaurate ai sensi dell'articolo 57, commi 6-*bis* e seguenti, del TUF, iscritte a ruolo prima dell'entrata in vigore della novella saranno governate dal TUF nella versione vigente alla data del deposito del ricorso.

Analogamente, il **comma 2** precisa che le procedure di liquidazione giudiziaria di cui al comma 1 saranno soggette e quindi definite dalle disposizioni del TUF vigenti alla data del deposito del ricorso.

Il **comma 3** precisa che il novellato articolo 57-*quater* si applicherà al gestore dalla data di effettiva iscrizione al registro dei GEFIA sotto soglia registrati.

L'articolo 16 reca disposizioni transitorie relative agli emittenti di nuova quotazione e a emittenti PMI.

La norma transitoria di cui all'articolo 16 – in uno con la nuova definizione introdotta nell'articolo 154.1 del TUF – delimita l'ambito applicativo soggettivo prevedendo che l'applicazione della disciplina relativa agli emittenti di nuova quotazione è destinata agli emittenti di nuova quotazione le cui azioni siano ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato italiano a decorrere dall'entrata in vigore del suddetto decreto di attuazione della delega.

L'articolo 19, comma 2, della Legge Capitali prevede che, nell'esercizio della delega, il Governo è tenuto, tra le altre cose, a “[...] a) sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali; [...]”.

Si ritiene che gli obiettivi assegnati al Governo in riferimento alle piccole e medie imprese (come definite dall'articolo 1, comma 1, lettera w-*quater*.1), del Testo unico della finanza) possano essere perseguiti consentendo a tali soggetti l'accesso al regime semplificato ideato per gli emittenti di nuova quotazione.

Le piccole e medie imprese emittenti azioni quotate che non abbiano superato il limite di capitalizzazione di mercato previsto (pari a 1 miliardo di euro) nei tre esercizi precedenti quello di entrata in vigore del decreto attuativo della delega possono decidere di avvalersi del regime normativo previsto dalla nuova Sezione V.1 del Capo II, Titolo III, Parte IV del Testo Unico, modificando conformemente il proprio statuto sociale, a condizione che non superino il suddetto limite neppure al momento dell'*opt-in*.

Tale scelta può essere effettuata entro due anni dall'entrata in vigore del decreto, ferma la possibilità, una volta esercitato l'*opt-in*, di modificare



ulteriormente lo statuto in conformità alla nuova disciplina anche successivamente alla scadenza di tale termine.

Le società costituite da un numero di esercizi inferiore a quello indicato dalla norma faranno riferimento al dato di capitalizzazione relativo agli esercizi disponibili.

In considerazione delle implicazioni connesse, nelle società già quotate, al passaggio a un regime di governance semplificato e caratterizzato da maggiori spazi di autonomia statutaria (*cfr. supra*), si è ritenuto di prevedere vincoli di tutela rafforzati a presidio delle minoranze.

Le modificazioni statutarie in esame dovranno essere assunte anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o da soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10 per cento (meccanismo c.d. *whitewash*).

La definizione dei criteri al ricorrere dei quali i soci sono ritenuti detenere, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza ai fini dell'applicazione del *whitewash* è rimessa ad un regolamento della Consob, da adottarsi entro tre mesi dalla data di entrata in vigore del decreto.

Al fine di scongiurare comportamenti abusivi delle maggioranze, ove nell'azionariato siano presenti minoranze non irrilevanti, il passaggio al regime in esame e la concreta declinazione delle relative regole in conformità alla nuova Sezione sugli emittenti di nuova quotazione non potrà prescindere dal coinvolgimento e dall'approvazione delle stesse.

In altre parole, il suddetto passaggio e la previsione di maggiori spazi per l'autonomia statutaria risultano presidiati da plurimi strumenti di tutela per gli investitori, ossia (i) dalle maggioranze rafforzate previste per l'assemblea straordinaria; (ii) dal meccanismo di *whitewash* sopra descritto; (iii) dal diritto di recesso del socio, che, al ricorrere dei relativi presupposti secondo le regole generali, potrà uscire dalla società e liquidare la propria partecipazione.

Per garantire la conoscibilità delle PMI che decideranno di aderire al nuovo regime, analogamente a quanto previsto per le società neoquotate, si prevede che la Consob pubblichi e aggiorni tempestivamente, tramite il proprio sito internet, l'elenco di tali soggetti.

In caso di *downlisting* della PMI che abbia deciso di adottare il regime speciale, trova applicazione quanto previsto per il medesimo caso in relazione alle società neoquotate: tali società manterranno le opzioni della disciplina eventualmente adottate (tranne l'esclusione delle cause di recesso), se l'assetto statutario è compatibile col mercato di destinazione e solo ove le relative azioni siano state negoziate sul mercato regolamentato per un periodo continuativo non inferiore a 3 anni.

L'articolo 17 reca la clausola di invarianza finanziaria.



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.

RELAZIONE TECNICA

Il decreto in esame attua la delega contenuta all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. legge capitali) per la revisione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 59, recante il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF o Testo Unico) e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile applicabili anche agli emittenti.

L'articolo 1 modifica la parte I del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ossia la parte definitoria per tenere conto, principalmente, dell'introduzione dei nuovi modelli di gestore di FIA sotto soglia registrato e di società di partenariato.

L'introduzione della categoria dei gestori di FIA sotto soglia registrati, che può qualificare le varie tipologie di gestori: SGR, SICAF e società di partenariato, comporta la nuova distinzione tra questi stessi gestori (denominati "GEFIA sotto soglia registrati") e i "gestori autorizzati": questi ultimi sono assoggettati ai poteri di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob secondo le rispettive competenze ai sensi dell'articolo 5 del TUF; si prevede invece per i "GEFIA sotto soglia registrati" un regime di mera registrazione, cui sono associate regole e controlli men più pervasivi da parte delle Autorità.

La Banca d'Italia ha, ai sensi degli articoli 131 e 282 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, un bilancio autonomo e gode della più ampia indipendenza finanziaria e la Consob provvede autonomamente, con forme di autofinanziamento basate sulle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati, alla copertura dei costi derivanti dalle attività svolte. Pertanto, le Autorità sopra indicate, nonché l'Autorità per l'energia elettrica e il gas per i compiti di cui all'articolo 62-sexies, provvedono all'attuazione dei compiti di cui al presente decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

Le modifiche non comportano, dunque, nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica.

L'articolo 2 modifica i titoli I e II della parte I del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e ha quale obiettivo il contenimento degli oneri di vigilanza e l'efficace svolgimento dei rapporti tra autorità e partecipanti al mercato.

Rileva ai fini della presente relazione, in particolare, l'inclusione entro la categoria della clientela professionale degli enti previdenziali privatizzati (gli Enti).

Gli Enti, tramite quanto previsto dalla legge 5 marzo 2024, n. 21, sono già riconosciuti come "controparti qualificate", qualifica che consente loro – relativamente ai servizi di esecuzione, negoziazione per conto proprio e/o ricezione e trasmissione di ordini – di agire e usufruire di servizi con maggiore grado di autonomia, senza far venire meno obbligo per intermediari di agire in modo onesto e professionale – rispetto agli investitori al dettaglio.

Il riconoscimento della qualifica di cliente professionale di diritto consente agli enti previdenziali privatizzati di accedere – sistematicamente – a quelle forme di servizi e investimenti di cui attualmente riescono ad usufruire previo riconoscimento dello status di c.d. "cliente professionale su richiesta", ad esito di un procedimento, con l'intermediario controparte, che comporta oneri – amministrativi e non – dilazione dei tempi e, nel caso di ritardi dovuti all'acquisizione delle



informazioni e degli approfondimenti necessari per il riconoscimento di siffatta qualifica, la perdita di potenziali opportunità di investimento.

In sostanza, con l'intervento in discorso si semplifica l'operatività dei predetti enti che sono peraltro già soggetti a una vigilanza – anche – tecnico-finanziaria preordinata anche a verificare i criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti e sono configurati dalla legge come enti che, nel perseguimento delle proprie finalità previdenziali, devono compiere una gestione essenzialmente professionale nella gestione del proprio patrimonio.

Le modifiche non comportano, dunque, nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica.

L'articolo 3 reca le modifiche al titolo III della parte II del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58), l'ambito della gestione collettiva del risparmio che riguarda le attività di *private equity* e *venture capital*, riconosciuti come settori in grado di garantire lo sviluppo e poi la crescita delle aziende, favorendo processi fondamentali di innovazione e contribuendo all'aumento dell'occupazione.

In particolare, il decreto legislativo in esame introduce nell'ordinamento italiano le società di partenariato quali società in accomandita per azioni abilitate a gestire il risparmio collettivo per l'investimento nelle forme del *private equity* e del *venture capital*.

La società di partenariato si aggiunge alle forme organizzative fruibili per la gestione collettiva del risparmio, con l'oggetto delimitato al *private equity* e al *venture capital*.

Le Autorità di vigilanza devono verificare la sussistenza dei requisiti rilevanti ai fini dell'accesso al mercato e, nel caso di società di partenariato autorizzate, vigilare sull'operatività nel continuo.

Si introduce altresì una disciplina dedicata ai gestori sotto soglia, che vengono assoggettati ad un regime di mera registrazione: la Banca d'Italia è competente per l'iscrizione di tali soggetti nel registro ad esito della valutazione positiva della sussistenza dei requisiti prescritti e ha limitati e circoscritti poteri nel continuo derivanti dalle norme europee. Consob non è titolare di poteri di vigilanza di tipo continuativo nei confronti dei gestori sotto soglia, ma unicamente di poteri di vigilanza "ad evento" circa il rispetto da parte dei medesimi gestori delle norme comunitarie direttamente applicabili.

La Banca d'Italia ha, ai sensi degli articoli 131 e 282 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, un bilancio autonomo e gode della più ampia indipendenza finanziaria e la Consob provvede autonomamente, con forme di autofinanziamento basate sulle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati, alla copertura dei costi derivanti dalle attività svolte. Pertanto, le Autorità sopra indicate provvedono all'attuazione dei compiti di cui al presente decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

L'articolo 4 modifica il titolo III della parte IV del decreto legislativo 28 febbraio 1998 e in materia di disciplina dei mercati con interventi tesi a migliorare il quadro normativo e regolamentare.

Le modifiche riguardano in particolare i poteri di vigilanza e di intervento dell'Autorità e la disciplina delle modifiche ai regolamenti dei mercati.

La Consob provvede autonomamente, con forme di autofinanziamento basate sulle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati, alla copertura dei costi derivanti dalle attività svolte. Pertanto, l'Autorità sopra indicate provvede all'attuazione dei compiti di cui al presente decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

L'articolo 5 reca le modifiche al titolo II della parte IV del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, in materia di appello al pubblico risparmio con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio.

Rilevano in particolare la determinazione di una soglia unica ai fini dell'applicazione della disciplina in materia di offerta pubblica d'acquisto totalitaria e la previsione di un nuovo istituto (l'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci) ispirato ad analoghi strumenti propri di taluni ordinamenti di *common law*. Si effettuano alcuni adeguamenti con finalità di mera chiarificazione, sulla base delle prassi consolidatesi nell'operatività della stessa Autorità di vigilanza.

La Consob provvede autonomamente, con forme di autofinanziamento basate sulle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati, alla copertura dei costi derivanti dalle attività svolte. Pertanto, l'Autorità sopra indicata provvede all'attuazione dei compiti di cui al presente decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

L'articolo 6 reca le modifiche al titolo III della parte IV del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, in materia di emittenti, sottoposti alla vigilanza della Consob, in particolare elaborando una disciplina dedicata agli emittenti di nuova quotazione, finalizzata alla riduzione dei costi e ad una valorizzazione dell'autonomia statutaria.

In particolare, le modifiche proposte in relazione ad alcuni tra gli articoli da 119 a 147-*quinquies* del Testo Unico riguardano le seguenti aree di disciplina: (i) l'informazione societaria; (ii) gli assetti proprietari; (iii) l'assemblea; (iv) la concorrenza tra mercati e il c.d. *downlisting*.

La Consob provvede autonomamente, con forme di autofinanziamento basate sulle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati, alla copertura dei costi derivanti dalle attività svolte. Pertanto, l'Autorità sopra indicata provvede all'attuazione dei compiti di cui al presente decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

L'articolo 7 reca le modifiche alla parte V del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58, al fine di adeguare la disciplina delle sanzioni amministrative pecuniarie in tema di disciplina degli intermediari alla introduzione delle nuove categorie di società di partenariato e del nuovo regime dei gestori sottosoglia.

In particolare, gli articoli 190 e 190-*bis*.3 sono modificati alla luce dell'introduzione della società di partenariato quale nuova figura di gestore – soggetto alla potestà sanzionatoria delle Autorità – e del nuovo regime dei gestori sotto soglia, non soggetti per contro alla potestà sanzionatoria delle Autorità.

La Banca d'Italia ha, ai sensi degli articoli 131 e 282 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, un bilancio autonomo e gode della più ampia indipendenza finanziaria e la Consob provvede autonomamente, con forme di autofinanziamento basate sulle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati, alla copertura dei costi derivanti dalle attività svolte. Pertanto, le Autorità sopra indicate provvedono all'attuazione dei compiti di cui al presente decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

L'articolo 8 reca modifiche di natura ordinamentale all'articolo 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, al fine di razionalizzare la disciplina sulla tutela della concorrenza e sulle partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari e al fine della riduzione e del contenimento degli oneri conseguenti in capo agli operatori.

Le modifiche attengono l'ambito applicativo soggettivo e oggettivo del divieto.

L'articolo 9, recante disposizioni ordinamentali, modifica la sezione VI-*bis* del Codice civile, disciplinante i sistemi di amministrazione e controllo delle società, al fine di accordare una maggiore

discrezionalità sostanziale nella scelta di quale sistema di governance adottare, con il fine ultimo di rafforzare l'attrattività delle società italiane, rendendo i sistemi più facilmente riconoscibili anche da investitori esteri.

Gli interventi normativi che hanno interessato la sezione VI-*bis* del Codice civile, disciplinante i sistemi di amministrazione e controllo delle società, rispondono nel loro complesso all'esigenza di accordare una maggiore discrezionalità sostanziale nella scelta di quale sistema di governance adottare, con il fine ultimo di rafforzare l'attrattività delle società italiane, rendendo i sistemi più facilmente riconoscibili anche da investitori esteri.

Tale finalità viene perseguita mediante la previsione di una disciplina autonoma ed esaustiva dei tre sistemi alternativi di amministrazione e controllo che, da un lato, accorda agli stessi la medesima rilevanza e visibilità – superando, così, l'impostazione pregressa caratterizzata da un forte *favor* per il precedente sistema “tradizionale” –, dall'altro, ne evidenzia i rispettivi tratti distintivi.

Tra gli interventi aventi una portata trasversale rispetto ai diversi sistemi di *governance*, una particolare attenzione meritano gli interventi volti a razionalizzare le previsioni relative alla responsabilità degli amministratori non esecutivi.

L'articolo 10 reca le modificazioni e le integrazioni atte ad adeguare la disciplina vigente alle disposizioni modificate negli articoli precedenti.

In particolare, si prevede una potestà regolamentare della Banca d'Italia in materia di crisi degli intermediari, sia individuale che di gruppo.

Inoltre, le modifiche introdotte alla disposizione in esame mirano ad affinare il regime giuridico della gestione provvisoria e della sospensione delle funzioni degli organi sociali, applicabile agli intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'articolo 106 del TUB.

La Banca d'Italia ha, ai sensi degli articoli 131 e 282 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, un bilancio autonomo e gode della più ampia indipendenza finanziaria. Pertanto, l'Autorità sopra indicata provvede all'attuazione dei compiti di cui al presente del decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

L'articolo 11 disciplina l'entrata in vigore della presente novella che, per alcune parti, avverrà in maniera scaglionata, dopo che la Consob e la Banca d'Italia avranno emanato le norme secondarie di attuazione.

La Banca d'Italia ha, ai sensi degli articoli 131 e 282 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, un bilancio autonomo e gode della più ampia indipendenza finanziaria e la Consob provvede autonomamente, con forme di autofinanziamento basate sulle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati, alla copertura dei costi derivanti dalle attività svolte. Pertanto, le Autorità sopra indicate provvedono all'attuazione dei compiti di cui al presente del decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica

L'articolo 12, di natura ordinamentale, prevede una disciplina transitoria applicabile a tutti i gestori italiani volta a garantire un ordinato passaggio al nuovo regime dei gestori autorizzati e dei gestori sotto soglia registrati.

L'articolo 13 detta una specifica disciplina transitoria per i gestori di EuVECA (Fondi Europei per il venture Capital) e EuSEF (Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale).

L'articolo 14 stabilisce per le Sicaf e Sicav in gestione interna autorizzate una specifica disciplina transitoria per l'adeguamento alle modifiche apportate alla relativa disciplina.

Pertanto, l'articolo 15 contiene una disciplina transitoria specificatamente prevista per le crisi dei gestori e degli OICR ispirate al principio *tempus regit actum*.

Tale disciplina transitoria risulta essere particolarmente necessaria in considerazione della portata altamente innovativa di alcune disposizioni della novella in materia di crisi dei gestori e degli OICR, con aperture anche all'utilizzo di alcuni degli strumenti previsti dal Codice della Crisi delle Imprese.

L'articolo 16, oltre a prevedere che l'applicazione della disciplina relativa agli emittenti di nuova quotazione sia destinata agli emittenti di nuova quotazione le cui azioni sono ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato italiano a decorrere dall'entrata in vigore del suddetto decreto di attuazione della delega, apre alla possibilità che le piccole e medie imprese emittenti azioni già quotate accedano al nuovo regime a determinate condizioni.

Si prevede che la Consob istituisca un apposito elenco e eserciti una specifica potestà regolamentare collegata alla nuova disciplina.

La Consob provvede autonomamente, con forme di autofinanziamento basate sulle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati, alla copertura dei costi derivanti dalle attività svolte. Pertanto, l'Autorità sopra indicata provvede all'attuazione dei compiti di cui al presente del decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

L'articolo 17 reca la clausola di invarianza finanziaria.



*Ministero
dell'Economia e delle Finanze*

DIPARTIMENTO DELLA RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO

VERIFICA DELLA RELAZIONE TECNICA

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

Il Ragioniere Generale dello Stato

Firmato digitalmente



ANALISI TECNICO-NORMATIVA

Titolo: 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*”.

Amministrazione proponente: Ministero dell'economia e delle finanze

Referente ATN: Ufficio legislativo economia

PARTE I. ASPETTI TECNICO-NORMATIVI DI DIRITTO INTERNO

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

Lo schema di decreto legislativo in esame viene adottato in applicazione dei criteri di delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, c.d. legge capitali, recante delega il Governo ad adottare uno o più decreti legislativi per la revisione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 59, recante il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (nel prosieguo anche TUF o Testo unico della finanza), e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile.

L'obiettivo generale perseguito dal presente intervento normativo è l'introduzione di misure e riforme finalizzate a migliorare strutturalmente la competitività del mercato dei capitali italiano principalmente attraverso modifiche alla disciplina delle società di capitali e dell'intermediazione finanziaria. Ciò è fondamentale per accompagnare e sostenere la ripresa che si è andata consolidando in questi ultimi anni e affrontare le sfide della transizione digitale e ambientale che attendono il nostro paese.

Il fine ultimo è di intervenire sull'ordinamento giuridico e amministrativo nel suo complesso, con misure che operano ed insistono su piani diversi, dall'insieme delle regole nelle sue varie articolazioni a quello applicativo e delle prassi amministrative e di giustizia.

In tale ottica, l'intervento in questione muove dal presupposto e dalla constatazione che la competitività dell'ordinamento è una variabile decisiva nelle scelte di allocazione degli investitori, italiani ed esteri, ed esso mira ad attivare un percorso di riforme ordinamentali di carattere strutturale, che non implicano oneri a carico del Bilancio dello Stato.

Quanto alla necessità di tale intervento, essa è da ravvisare nella condizione di ritardo che il mercato dei capitali italiano presenta, sotto diversi aspetti, rispetto a quelli delle altre economie avanzate. Ciò è dovuto sia a debolezze strutturali dell'ecosistema di riferimento, ancora legato ad un modello di finanziamento tipicamente bancocentrico, sia alla presenza di alcuni ostacoli di natura normativa e regolamentare, che si sono stratificati negli anni e su cui abbiamo inteso intervenire con il provvedimento in esame.

Parte di queste debolezze e ostacoli sono comuni all'intera area dell'Unione europea che, rispetto alle altre principali aree economiche a livello internazionale, presenta un *gap* competitivo significativo, dovuto anche agli scarsi progressi conseguiti nel superamento della frammentazione dei mercati dei capitali, e ad un sistema di regole non sempre in grado di tenere il passo dell'evoluzione dei meccanismi di intermediazione dei capitali.

Una parte di esse, invece, sono specifiche del contesto italiano e si riflettono in uno spiazzamento competitivo del mercato dei capitali italiano anche rispetto ai mercati più dinamici dell'Unione Europea.

Il rischio è che l'economia italiana non possa beneficiare dell'adeguato sostegno di un mercato dei capitali domestico robusto e dinamico nella fase di ripresa che si sta determinando.

Il mercato di capitali svolge, infatti, un ruolo principale per accompagnare e sostenere un percorso di ripresa e lo sviluppo di esso rappresenta un tassello fondamentale per la realizzazione degli investimenti in digitalizzazione, innovazione e sostenibilità.

Tra queste debolezze si menzionano: **(i)** il basso dato del rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL registrato in Italia rispetto a quello che si registra nei principali paesi europei e a livello internazionale¹; **(ii)** la scarsa attrattività del mercato italiano anche rispetto ai titoli obbligazionari emessi da società italiane, che scelgono spesso di quotarsi su mercati esteri²; **(iii)** il *delisting* dei titoli azionari, che continua a rappresentare un fenomeno critico, registrato soprattutto sull'*Euronext Growth Milan*³; **(iv)** fenomeni di c.d. *gold plating*, che sfruttano la facoltà concessa ai paesi membri di discostarsi dagli indirizzi comuni concordati, generando così disomogeneità applicative sostanziali in aree rilevanti per l'attività economica; **(v)** maggiore onerosità del processo di quotazione e dai costi di permanenza sui mercati, nonché dalla minore flessibilità del nostro sistema di diritto societario rispetto ad altre legislazioni europee. In particolare, sotto questi ultimi due aspetti è stato evidenziato come l'ordinamento societario italiano, nonché la normativa sugli assetti organizzativi e amministrativi delle società quotate, presenta peculiarità tipicamente nazionali, conducendo a vincoli più stringenti e oneri maggiori rispetto a quanto richiesto dal diritto europeo, anche in esito a fenomeni di c.d. *gold-plating*, che non trovano giustificazione in effettive esigenze di tutela.

Alla luce delle circostanze sopra evidenziate, unitamente ad un giudizio di complessiva vetustà del sistema rispetto all'evoluzione che, nel tempo, ha caratterizzato gli assetti proprietari e le dinamiche di governo delle società quotate italiane, l'intervento normativo in esame risulta appropriato e necessario per l'attuazione degli obiettivi di semplificazione e di sviluppo della competitività dei mercati.

Gli obiettivi perseguiti dal presente schema di decreto sono coerenti con quelli del programma di Governo, la cui azione è incentrata, tra l'altro, ad incrementare i finanziamenti non bancari all'economia, la canalizzazione degli investimenti verso le imprese ed il bilanciamento degli oneri amministrativi a carico delle imprese. Altresì, l'intervento normativo è in linea con gli obiettivi del piano di investimenti per l'Europa di migliorare la competitività e stimolare gli investimenti per creare occupazione.

2) Analisi del quadro normativo nazionale.

Il quadro normativo nazionale di riferimento è contenuto, in normativa primaria, nei seguenti provvedimenti legislativi:

1. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria;

¹ Fonti: Relazione annuale Consob 2024 ed Elaborazione dati Euronext a fine dicembre 2024: il rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL registrato in Italia è pari al 38% mentre in Francia è del 100%, quasi del 90% nel Regno Unito e nei Paesi Bassi, e circa pari al 50% in Spagna e Germania.

² *Capital Markets Investors*, M. Zava, in *Capital Markets, Perspectives Over The Last Decade*, Caselli e Gatti, 2023: il numero totale delle quotazioni italiane è il 50% del totale ma rappresenta soltanto il 26% del volume complessivo delle operazioni.

³ Fonte: Relazione annuale Consob 2023: 21 nel 2023 a fronte di 9 nel 2022, di cui cinque passaggi sull'*Euronext Milan*. Ancora, Fonte: Consob: bollettino statistico-mercati, Consob, gennaio 2025, p. 12: nel 2024 si sono verificate solo due nuove quotazioni sul mercato regolamentato, mentre quindici società quotate hanno lasciato la borsa valori italiana.

2. Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico Bancario)
3. Legge 28 dicembre 2005, n. 262 (Legge sul Risparmio)
4. Decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 (Antiriciclaggio)
5. Decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39 (Revisione legale dei conti)
6. Decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38 (Disposizioni in materia di bilancio – adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS)
7. Decreto legislativo 18 agosto 2015, n. 136 (disposizioni in materia di bilancio per intermediari non IFRS)
8. Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262 (Codice civile);

Con riferimento, invece, alla normativa secondaria, si segnalano in particolare i seguenti provvedimenti:

1. Regolamento emittenti della Consob (n. 11971/1999);
2. Regolamento intermediari della Consob (n. 20307/2018);
3. Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015;
4. Regolamento mercati della Consob (n. 20249/2017)
5. Regolamento Consob operazioni parti correlate (n. 17221/2010);
6. Provvedimento Consob/Banca d'Italia sul post-trading 13/08/2018
7. Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 5 marzo 2015 n. 30, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani;

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

Per dare attuazione a quanto previsto nello schema di decreto legislativo, in conformità ai criteri di delega contenuti nell'articolo 19 della c.d. Legge Capitali, è necessario effettuare un'operazione di manutenzione del TUF per introdurre, modificare ed abrogare le norme necessarie ai fini della riforma prevista, nonché modificare le norme del Codice Civile in tema di società di capitali.

Nella specie, sono state modificate le seguenti Parti del Testo Unico della Finanza e Sezioni del Codice Civile:

- Parte I del Testo Unico della Finanza;
- Parte II, Titolo I - Titolo II, Capo I e Capo III - Titolo IV, Capo II - Titolo III, Capo I, Capo I-bis, Capo I-ter, Capo II, Capo II-bis, Capo II-quinquies e Capo III del Testo Unico della Finanza;
- Parte III, Titolo I-bis – Titolo II – Titolo II-bis - Titolo II-ter del Testo Unico della Finanza;
- Parte IV, Titolo II, Capo I - Titolo III, Capo I e Capo II del Testo Unico della Finanza;
- Parte V, Titolo II del Testo Unico della Finanza;
- Libro V, Titolo V, Capo V, Sezione VI-bis del Codice Civile.

Ulteriori interventi saranno possibili in normativa secondaria da parte delle Autorità di vigilanza, per aggiornare o abrogare le relative norme regolamentari.

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

Non si rilevano profili di incompatibilità con i principi costituzionali.

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

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

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

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

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

L'intervento trasfonde nel Testo Unico della Finanza talune disposizioni del decreto del ministero dell'economia e delle finanze del 5 marzo 2015, n. 30. Il consolidamento delle disposizioni rilevanti in norma primaria risponde ad un'esigenza di semplificazione e maggiore fruibilità e chiarezza del quadro normativo. Non sono previste ulteriori rilegificazioni di norme delegificate.

L'articolo 4 dello schema di provvedimento prevede interventi di delegificazione e, in particolare:

- al comma 1, lettera f), apporta modifiche all'articolo 65-*quater* del TUF, volte a eliminare talune disposizioni di dettaglio rivolte ai gestori di sistemi organizzati di negoziazione, che, ai sensi del nuovo comma 3 del medesimo articolo saranno emanate dalla Consob, anche con grado di maggiore dettaglio in considerazione dell'ampia delega regolamentare attribuitale dal nuovo comma 1 dell'articolo 65-*quinquies*.

Il regime transitorio di cui all'articolo 11 dello schema di decreto prevede che le modifiche ai citati articoli 65-*quater* e 65-*quinquies* operino dalla data di applicazione delle disposizioni di attuazione, da adottarsi entro nove mesi dalla data di entrata in vigore del provvedimento.

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

Non sussistono progetti di legge vertenti su materia analoga all'esame del Parlamento.

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

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

PARTE II. CONTESTO NORMATIVO DELL'UNIONE EUROPEA E INTERNAZIONALE

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

Non si ravvisano elementi di incompatibilità con l'ordinamento comunitario.

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

Con lettera di messa in mora – prot. C (2025)2406 final – del 7 maggio 2025, la Commissione europea ha segnalato presunte violazioni da parte dell'Italia di alcuni obblighi stabiliti dalla direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti.

La Commissione contesta in particolare la disciplina speciale del rappresentante designato in via esclusiva (di cui al vigente art. 135-*undecies*.1 del Testo Unico della Finanza, introdotta dalla Legge Capitali ⁴ e abrogato dal provvedimento cui attiene questa relazione e il cui contenuto, con modifiche, è in parte confluito nel nuovo articolo 125-*bis*.1 del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58)

Al riguardo, lo schema di decreto legislativo interviene sulle disposizioni relative al rappresentante designato e alla partecipazione alle assemblee societarie, anche al fine di superare le obiezioni sollevate dalla Commissione europea.

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

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

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

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

14) *Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte Europea dei Diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto.*

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

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

Non sono state acquisiti elementi circa l'eventuale disciplina regolatoria prevista in altri Stati membri.

PARTE III. ELEMENTI DI QUALITA' SISTEMATICA E REDAZIONALE DEL TESTO

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

Il provvedimento in esame modifica, all'articolo 1, comma 1, TUF, le definizioni ivi contenute.

Segnatamente, vengono modificate le seguenti definizioni:

- SICAV;
- SICAV in gestione esterna;
- SICAF;

⁴ Legge 5 marzo 2024, n. 21 recante interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali.

- organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr);
- Oicr italiani;
- Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari italiani;
- Oicr alternativo italiano;
- clienti professionali o investitori professionali;
- Sgr;
- quote e azioni di Oicr;
- gestore;
- soggetti abilitati

Vengono, altresì, introdotte le seguenti nuove definizioni:

- società di partenariato;
- società di partenariato in gestione interna;
- società di partenariato in gestione interna autorizzata;
- società di partenariato sotto-soglia registrata;
- società di partenariato in gestione esterna;
- SICAV e SICAF in gestione interna;
- SICAV e SICAF in gestione esterna;
- SICAV e SICAF in gestione interna autorizzata;
- SICAV sotto-soglia registrata;
- *private equity* e *venture capital*;
- Oicr societario in gestione esterna;
- FIA italiani immobiliari;
- partecipazioni in società immobiliari;
- società di gestione del risparmio autorizzata;
- società di gestione del risparmio sotto-soglia registrata;
- gestore autorizzato;
- gestore di FIA sotto-soglia registrato;
- sistema di intelligenza artificiale;
- rischi informatici.

Le modifiche relative alle definizioni nell'ambito della gestione collettiva si rendono necessarie al fine di per tenere conto, principalmente, dell'introduzione dei nuovi modelli di gestore di FIA sotto-soglia registrato e di società di partenariato.

I Fia sotto-soglia sono quei fondi alternativi con un totale attivo dei fondi gestiti che non supera €100 milioni; la soglia sale a €500 milioni se i fondi non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale. La Direttiva 2011/61/UE - Alternative Investment Fund Managers (AIFMD) - prevede un regime agevolato per i gestori c.d. sottosoglia che, per l'appunto, possono essere registrati, anziché autorizzati, e non soggetti a vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza.

In ultimo, è stata eliminata la definizione di società di investimento semplice (SIS) perché, in conseguenza della scelta di sottoporre a registrazione i gestori sotto soglia, il modello delle SIS, che ha avuto peraltro scarso sviluppo, è superato.

Le nuove definizioni di "sistema di intelligenza artificiale" e "rischi informatici" sono finalizzate a meglio definire l'ambito di applicazione delle nuove disposizioni dell'articolo 123-*bis* e sono mutate rispettivamente dal Regolamento UE n. 1689/2024 (c.d. "AI Act") e dal Regolamento UE n. 2554/2022 (c.d. "Digital Operational Resilience Act" – "DORA").

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

I riferimenti normativi contenuti nel provvedimento in esame sono corretti.

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

Al fine di introdurre, modificare e abrogare le disposizioni normative di cui ai provvedimenti legislativi indicati si è fatto ricorso alla tecnica della novella normativa.

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

Sono state abrogate espressamente le seguenti disposizioni legislative:

- articolo 1, comma 6-quater, 6 comma 2-quinquies, 35-undecies, 56 comma 4, 66-ter comma 6, 67-bis comma 2, 100-bis, 112, 117-ter, 135-undecies.1 del Testo Unico della Finanza;
- articoli 2386, 2408, 2409, 2409-octies, 2409-undecies, 2409-sexiesdecies del codice civile.

Decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58 (TUF): art. 1, c. 1, lett. i-quarter); art. 1, c. 6-quater; art. 3, c. 4; art. 6, c. 2-quinquies; art. 35-undecies; art. 39, c. 1 lett a), c), d); art. 39, c. 2, lett. b), c); art. 56, c. 4; art. 57, c. 6-bis, 6-bis.1, 6-bis.2; art. 64, c. 4, lett. a); art. 66-ter, c. 6; art. 67-bis, c. 2; art. 100-bis; art. 106, c. 1-bis, e-ter; art. 112; art. 117-ter; art. 121, c. 3; art. 120, c. 4-bis; art. 135-undecies.1; art. 135-duodecies; art. 147-quarter, c.1; art. 150, c. 5; art. 153, c. 2;

Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (TUB): art 113 c 6-bis;

Decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38: art. 2 c1, lett. b):

Codice civile: art. 2381, c. 2, 3, 4, 5, 6; art. 2386; art. 2406, c. 2; art. 2408; art. 2409; art. 2409-octies; art. 2409-undecies; art. 2409-terdecies, lett. c), e), f); art. 2409-seciesdecies.

Le disposizioni del decreto non producono effetti abrogativi impliciti.

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

Prevedono deroghe rispetto alla normativa vigente:

- Il nuovo articolo 151.2 del Testo Unico della Finanza (Responsabilità dei componenti del collegio sindacale, introdotto dall'articolo 6, comma 1, lettera bb) dello schema di provvedimento) che deroga al regime di responsabilità previsto attualmente dall'articolo 2407, comma 2, del codice civile, ad esito dell'intervento effettuato con legge 14 marzo 2025, n. 35 in materia di responsabilità dei componenti del collegio sindacale.
- Il nuovo articolo 38-bis del Testo Unico della Finanza (Società di partenariato in gestione esterna, introdotto dall'art. 3, comma 1, lettera x) dello schema di provvedimento) che prevede, per il veicolo di gestione collettiva di nuova introduzione, le seguenti deroghe al Codice civile: 2453 (denominazione sociale), 2333 (programma e sottoscrizione delle azioni), 2334 (versamenti e convocazione dell'assemblea dei sottoscrittori), 2335 (assemblea dei

sottoscrittori), 2336 (stipulazione e deposito dell'atto costitutivo) e, in caso di emissione di strumenti partecipativi l'articolo 2376 (assemblee speciali), 2437 (diritto di recesso).

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

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

Gli articoli 13, 21 e 23 della Legge 13 giugno 2025, n. 91 (Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2024) conferiscono al Governo la delega volta ad apportare al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le modifiche e le integrazioni necessarie per dare attuazione a direttive e regolamenti europei aventi ad oggetto gli ambiti della regolamentazione finanziaria. Trattasi, nello specifico dei seguenti atti:

- 1) regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali;
- 2) direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione;
- 3) direttiva (UE) 2024/2811 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica la direttiva 2014/65/UE per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali;
- 4) direttiva (UE) 2024/2994 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2024, che modifica le direttive 2009/65/CE, 2013/36/UE e (UE) 2019/2034 per quanto concerne il trattamento del rischio di concentrazione derivante dalle esposizioni nei confronti delle controparti centrali e del rischio di controparte per le operazioni con strumenti derivati compensate a livello centrale;
- 5) regolamento (UE) 2024/2987 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2024, che modifica i regolamenti (UE) n. 648/2012, (UE) n. 575/2013 e (UE) 2017/1131 per quanto concerne le misure volte ad attenuare le esposizioni eccessive nei confronti di controparti centrali di paesi terzi e a migliorare l'efficienza dei mercati della compensazione dell'Unione;
- 6) direttiva (UE) 2024/790 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 febbraio 2024, che modifica la direttiva 2014/65/UE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari;
- 7) regolamento (UE) 2024/791 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 febbraio 2024, che modifica il regolamento (UE) n. 600/2014 per quanto riguarda il miglioramento della trasparenza dei dati, l'eliminazione degli ostacoli all'emergere di sistemi consolidati di pubblicazione, l'ottimizzazione degli obblighi di negoziazione e il divieto di ricevere pagamenti per il flusso degli ordini;
- 8) direttiva (UE) 2024/927 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 marzo 2024, che modifica le direttive 2011/61/UE e 2009/65/CE per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi;

9) Regolamento (UE) 2023/2631 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 novembre 2023, sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità;

10) Regolamento (UE) 2023/2859 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 dicembre 2023, che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità;

11) Regolamento (UE) 2023/2869 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 dicembre 2023, che modifica taluni regolamenti per quanto concerne l'istituzione e il funzionamento del punto di accesso unico europeo;

12) direttiva (UE) 2023/2864 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 dicembre 2023, che modifica talune direttive per quanto concerne l'istituzione e il funzionamento del punto di accesso unico europeo.

Il recepimento delle direttive e l'attuazione dei regolamenti di cui sopra comporteranno interventi sul testo Unico della Finanza di modifica e integrazione di disposizioni vigenti o introduzione di nuove. Tali interventi non comporteranno sovrapposizioni rispetto a quelli oggetto dello schema di decreto cui afferisce la presente relazione.

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

Gli articoli da 11 a 16 disciplinano il periodo transitorio, prevedendo l'emanazione di provvedimenti attuativi, da parte della Banca d'Italia e della Consob. La previsione di una pluralità di regimi transitori e di entrata in vigore differita per talune disposizioni deriva dalla necessità di garantire, da un lato, l'emanazione di provvedimenti attuativi da parte delle Autorità di vigilanza e, dall'altra, di assicurare adeguati tempi di conoscenza e di adattamento per gli operatori alle innovazioni introdotte.

L'articolo 11 prevede che il decreto legislativo entrerà in vigore quindici giorni dopo la pubblicazione in Gazzetta ufficiale.

La novella relativa alle modifiche della Parte I (Disposizioni Comuni), Parte II (Disciplina degli Intermediari), Titoli II e III (Servizi e Attività di Investimento, Gestione Collettiva del Risparmio) del Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria entreranno in vigore nove mesi dalla pubblicazione del presente testo in Gazzetta ufficiale ed entro tale termine la Consob e la Banca d'Italia provvederanno ad adottare le relative normative secondarie.

Circa i procedimenti autorizzativi in materia di gestione collettiva del risparmio, è previsto che entreranno in vigore il giorno stesso del decreto legislativo, ferma l'applicazione della disciplina previgente ai procedimenti già in corso alla data di entrata in vigore del decreto.

Inoltre, si prevede che la nuova disciplina della società di partenariato e dei gestori sottosoglia potranno entrare in vigore in data antecedente rispetto a quanto disposto dal primo comma, qualora, prima di tale data, fosse già stata completata l'istituzione dei rispettivi albo e registro.

Per quanto attiene alla normativa secondaria di cui alla Parte IV (Disciplina degli Emittenti) e V (Disciplina dei Mercati) la Consob dovrà adottarla entro il termine di nove mesi dall'entrata in vigore del presente decreto legislativo, con due eccezioni relative alla potestà regolamentare prevista dagli artt. 112-bis e 154.4, comma 4.

L'articolo 12 prevede una disciplina transitoria applicabile a tutti i gestori italiani volta a garantire un ordinato passaggio al nuovo regime dei gestori autorizzati e dei gestori sotto soglia registrati.

Entro il termine di sei mesi dall'adozione della relativa normativa secondaria i gestori comunichino alla Banca d'Italia la volontà di essere assoggettati alla disciplina dei gestori autorizzati, oppure, se applicabile, alla disciplina dei gestori sottosoglia registrati.

L'articolo 13 detta una specifica disciplina transitoria per i gestori di EuVECA (Fondi Europei per il venture Capital) e EuSEF (Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale), in parte facendo richiamo alla disciplina transitoria di cui all'articolo 12. Si precisa che dopo l'emanazione degli atti di normativa secondaria di cui all'articolo 11 i gestori di EuVECA e EuSEF possono istituire e gestire nuovi FIA.

Entro sei mesi dalla pubblicazione delle disposizioni regolamentari di attuazione, a tutti i gestori, che non abbiano comunicato di volere rientrare nell'abito di applicazione del nuovo regime di autorizzazione, dovranno essere cancellati dall'albo dei gestori autorizzati ed iscritti ex officio nell'albo di cui all'art. 4-*quinquies*, comma 2 del testo Unico della Finanza.

L'articolo 14 stabilisce per le Sicaif e Sicaiv in gestione interna autorizzate un termine di dodici mesi dalla pubblicazione della normativa secondaria di attuazione per l'adeguamento alle modifiche apportate alla relativa disciplina.

L'articolo 15 contiene una disciplina transitoria specificatamente prevista per le crisi dei gestori e degli OICR ispirate al principio *tempus regit actum*. La disciplina transitoria risulta essere necessaria in considerazione della portata innovativa di alcune disposizioni della novella in materia di crisi dei gestori e degli OICR, con aperture anche all'utilizzo di alcuni degli strumenti previsti dal Codice della Crisi delle Imprese.

Le procedure di liquidazione giudiziale instaurate ai sensi dell'attuale articolo 57 del Testo Unico della Finanza e iscritte a ruolo prima dell'entrata in vigore della presente novella saranno governate dal Testo Unico della Finanza nella versione vigente alla data del deposito del ricorso. Le relative procedure saranno soggette e quindi definite dalle disposizioni del Testo Unico della Finanza vigenti alla data del deposito del ricorso.

Il terzo comma precisa che il nuovo testo dell'art. 57-*quater* Testo Unico della Finanza si applicherà al gestore dalla data di effettiva iscrizione al registro dei GEFIA sotto soglia registrati.

L'articolo 16 definisce un regime transitorio necessario ai fini della entrata in vigore della disciplina relativa agli emittenti di nuova quotazione.

Tale regime – caratterizzato da flessibilità e possibilità di derogare ad ordinaria regolamentazione per taluni aspetti relativi ad organi sociali e diritto di recesso – è destinato agli emittenti che si quotino successivamente alla data di entrata in vigore del decreto, ma potrà essere adottato anche dalle piccole e medie imprese emittenti azioni già quotate che non abbiano superato il limite di capitalizzazione di mercato previsto (pari a 1 miliardo di euro) nei tre esercizi precedenti quello di entrata in vigore del decreto, a condizione che non superino il suddetto limite neppure al momento dell'*opt-in*. Tale scelta può essere effettuata entro due anni dall'entrata in vigore del decreto,

Con riferimento alle PMI è altresì previsto che, per apportare le modifiche statutarie di *opt-in* al nuovo regime, la deliberazione sia approvata dall'assemblea straordinaria anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o da soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento. La Consob dovrà emanare disposizioni attuative concernenti la definizione e identificazione dei casi in cui una pluralità di soci detengano la summenzionata partecipazione azionaria.

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

Sono stati utilizzati dati informativi raccolti dalla Consob e dalla Banca d'Italia e dalle stesse Autorità, pubblicati. Altresì, sono stati utilizzati dati raccolti dagli operatori di mercato (dati Euronext, Assonime, Assogestioni, EFAMA - *European Fund and Asset Management Association*, *European Capital Market Institute*).

ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE (A.I.R.)

Titolo: 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.

Amministrazione competente: Ministero dell'economia e delle finanze

Referente dell'amministrazione competente: Ufficio legislativo economia

SINTESI DELL'AIR E PRINCIPALI CONCLUSIONI

1. CONTESTO E PROBLEMI DA AFFRONTARE

Il provvedimento legislativo cui afferisce la presente relazione è il risultato di una più ampia iniziativa avviata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze a partire dal 2020 per analizzare il mercato dei capitali domestico, analizzarne i profili di criticità che ne frenano lo sviluppo e individuare i possibili interventi che ne favoriscano la crescita.

Una prima ricognizione dello stato di salute del mercato domestico è stata effettuata inizialmente, tramite il report *“OECD Capital Market Review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers (OECD Capital Market Series)”*, commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e pubblicato dall'OCSE alla fine di gennaio del 2020.

Successivamente, sempre su impulso del MEF è stata avviata, in raccordo con le Autorità di settore (Consob e Banca d'Italia), le Associazioni di categoria ed i principali operatori di mercato, un'analisi sistematica degli studi e delle criticità emerse dal citato *report* al fine di individuare aree della regolamentazione e delle prassi di vigilanza che apparissero particolarmente problematiche per la competitività dei mercati di capitali italiani.

Tale analisi ha prodotto quale risultato intermedio un documento, il Libro Verde su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, che è stato oggetto di una consultazione pubblica lanciata nei primi mesi del 2022 ed ampiamente partecipata dagli operatori di mercato, dalle Associazioni, nonché dagli esponenti del mondo accademico.

Nel Libro Verde si sono ravvisate diverse aree di possibili semplificazioni e razionalizzazioni, nonché l'individuazione di potenziali interventi tesi a migliorare il quadro normativo e regolamentare al fine di rendere più efficiente non solo l'accesso ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, senza con questo ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati stessi.

Le riflessioni maturate nel Libro Verde si sono concretizzate nell'emanazione della legge 5 marzo 2024, n. 21, c.d. legge capitali, che contiene, come meglio specificato nel successivo paragrafo, un insieme coordinato di misure innovative e di semplificazione volte a stimolare la crescita del mercato dei capitali italiano, fondamentale per accompagnare e sostenere la ripresa che si è andata consolidando in questi ultimi anni e affrontare le sfide delle transizioni *green* e *digital* ¹.

¹ Tra le misure previste si segnalano: a) una nuova e più ampia definizione di emittente-PMI che può avvalersi di alcune semplificazioni rispetto all'ordinario regime previsto per le società i cui titoli sono negoziati in mercati regolamentati; b) un regime di dematerializzazione e circolazione di quote di Srl -PMI; c) la riforma e semplificazione della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi; d) norme di semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione; e) semplificazioni in materia di collocamento e di disciplina del prospetto; f) una disciplina che rimuove vincoli non giustificati per l'emissione e la circolazione di obbligazioni da parte di società per azioni e società a responsabilità limitata; g) maggiore autonomia statutaria nel definire le modalità di svolgimento delle assemblee delle società quotate, facendo salva la necessaria dialettica assembleare; h)

La c.d. legge capitali ha delegato altresì il Governo (cfr. Art 19 e 19-bis) ad adottare uno o più decreti legislativi per la revisione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 59, recante il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (nel prosieguo anche TUF o Testo Unico della Finanza), e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile applicabili anche agli emittenti, nonché ad operare per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie recati dal TUF.

Per quanto concernono, in particolare, il **contesto** e le **problematiche** da affrontare va rilevato come, in un ambito di accentuata competizione tra mercati finanziari, a livello non solo europeo, ma anche internazionale, il mercato dei capitali italiano manifesta, sotto diversi aspetti, una condizione di ritardo e sottodimensionamento rispetto a quelli delle altre economie avanzate, nonostante alcuni progressi sperimentati nell'ultimo anno.

Ciò è dovuto sia a debolezze strutturali dell'ecosistema di riferimento, ancora legato ad un modello di finanziamento tipicamente bancocentrico, e alle dimensioni medio piccole delle imprese italiane che rendono le imprese più diffidenti verso la quotazione, sia alla presenza di alcuni ostacoli di natura normativa e regolamentare, che si sono stratificati negli anni e su cui si è inteso intervenire con il provvedimento in esame.

Parte di queste debolezze e ostacoli sono comuni all'intera area dell'Unione europea che, rispetto alle altre principali aree economiche a livello internazionale, presenta un *gap* competitivo significativo in materia di mercati dei capitali, dovuto anche agli scarsi progressi conseguiti nel superamento della frammentazione dei mercati dei capitali e ad un sistema di regole non sempre in grado di tenere il passo dell'evoluzione dei meccanismi di intermediazione dei capitali. Una parte di esse sono però specifiche del contesto italiano e si riflettono in uno spiazzamento competitivo del mercato dei capitali italiano anche rispetto ai mercati più dinamici dell'Unione europea.

Per quanto riguarda il contesto europeo giova sottolineare come muova dalla medesima consapevolezza il progetto relativo all'Unione del risparmio e degli investimenti (Savings and Investments Union - SIU) ² che dovrebbe interessare tutto il sistema finanziario dell'UE ed essere sviluppata a livello sia dell'UE che nazionale.

Esso, nell'idea della Commissione, dovrebbe muovere dai progressi già compiuti nell'ambito dei due piani d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali e dagli sforzi profusi in parallelo per sviluppare l'Unione bancaria. L'ulteriore sviluppo dell'Unione del risparmio e degli investimenti dovrebbe passare per le misure più efficaci, legislative e non legislative, prendendo in considerazione il duplice obiettivo della stabilità finanziaria e della competitività sostenibile nell'UE e tenendo conto degli obiettivi strategici dell'UE.

Si ritiene infatti che costruire l'Unione del risparmio e degli investimenti debba essere interpretata come una responsabilità condivisa degli Stati membri e delle istituzioni dell'UE, muovendo dall'assunto che il sistema finanziario e la sua vigilanza non funzionano per compartimenti stagni e che la realizzazione di un mercato unico efficiente dei servizi finanziari comporterebbe l'impegno, da parte degli Stati membri, ad affrontare le divergenze tra le normative che disciplinano tale mercato, compresi il diritto societario, il diritto fallimentare e la legislazione in materia di valori mobiliari, e le divergenze nell'efficacia delle procedure amministrative e giudiziarie, anche quelle applicabili per l'esecuzione delle decisioni.

innovazioni in tema di voto plurimo e voto maggiorato, al fine di favorire un opportuno bilanciamento tra certezza del controllo societario (anche per stimolare nuove quotazioni) e tutela dell'investimento azionario; i) semplificazioni per Sicaf e Sicav eterogestite; l) interventi sulla disciplina delle Autorità di Regolazione, riguardanti la responsabilità e i poteri sanzionatori; m) la promozione dell'educazione finanziaria, che assume il rango di disciplina - all'interno dell'educazione civica - nei programmi scolastici.

² Cfr. Unione del Risparmio e degli investimenti (Comunicazione della Commissione al Parlamento) ([IMMC.COM%282025%29124%20final.ITA.xhtml.1.IT_ACT_part1_v2.docx](https://immc.com%282025%29124%20final.ITA.xhtml.1.IT_ACT_part1_v2.docx))

Da un punto di vista domestico il rischio nell'immediato è che l'economia italiana non possa beneficiare dell'adeguato sostegno di un mercato dei capitali domestico robusto e dinamico e di un'adeguata possibilità di diversificazione delle modalità di finanziamento delle imprese sul mercato.

Il mercato di capitali svolge, infatti, un ruolo determinante per accompagnare e sostenere il percorso di ripresa e di crescita del paese e per differenziare le modalità di finanziamento delle imprese, fattore cruciale soprattutto in una congiuntura in cui tassi di interesse elevati possono rendere il canale bancario particolarmente oneroso.

Specificatamente, nonostante la capitalizzazione della Borsa di Milano sia giunta, nel 2024, a circa 835 miliardi, il rapporto con il PIL registrato in Italia è, tuttavia, pari al 38 % (Relazione annuale Consob 2024). Trattasi di un dato inferiore a quelli che si registrano nei principali paesi europei e a livello internazionale (il 100% registrato in Francia, quasi il 90% nel Regno Unito e nei Paesi Bassi e circa il 50% in Spagna e Germania³). Dunque, il mercato azionario in Italia resta meno sviluppato se raffrontato alle potenzialità del sistema economico.

Inoltre, è stata evidenziata la scarsa attrattività del mercato italiano non solo nel comparto azionario, ma anche rispetto ai titoli obbligazionari emessi da società italiane, che scelgono spesso di quotarsi su mercati esteri.

In uno studio⁴ piuttosto recente sono state analizzate le IPO del mercato italiano, francese e tedesco nel periodo 2006-2021. Lo studio evidenzia come il mercato nazionale sia caratterizzato da offerte di ridotte dimensioni, in comparazione con gli altri mercati continentali (riflettendo anche la composizione del panorama di riferimento delle imprese): il numero totale delle quotazioni italiane è il 50% del totale, ma rappresenta soltanto il 26% del volume complessivo delle operazioni.

Ulteriore elemento da considerare è il c.d. *delisting* dei titoli azionari, che continua a rappresentare un fenomeno critico, che di recente ha riguardato non solo il listino principale ma anche il mercato di crescita *Euronext Growth Milan*⁵ invertendo quella che appariva essere una consolidata tendenza.

Sempre nel citato studio, se si confrontano i mercati *equity* dell'Unione Europea e degli Stati Uniti d'America, si può notare come quello americano si sia cresciuto da una quota del 35% su scala globale nel 2003 per arrivare al 43% nel 2023, mentre quello europeo sia calato da una quota del 17% nel 2003 ad una quota del 11% nel 2023.

Le ridotte dimensioni delle borse valori europee rispetto a quella statunitense sono evidenziate anche dalle analisi del *position paper 3/2025* di Assonime "*A single supervisor for a single Rule-Book for the European capital market: time for action*"⁶; infatti, tutte le borse valori sommate insieme non arrivano ad un terzo della capitalizzazione di mercato di quella statunitense e la borsa di Milano risulta essere, in tale contesto, quella di dimensioni particolarmente ridotte, non arrivando neanche al 10% del valore totale europeo di capitalizzazione⁷.

Per quanto attiene il mercato dei capitali italiani, i dati della Consob mostrano che nel 2024 si sono verificate solo due nuove quotazioni sul mercato regolamentato, mentre quindici società quotate hanno lasciato la borsa valori italiana⁸.

³ Fonte: Elaborazione dati Euronext a fine dicembre 2024.

⁴ *Capital Markets Investors*, M. Zava, in *Capital Markets, Perspectives Over The Last Decade*, Caselli e Gatti, 2023.

⁵ Fonte: Relazione annuale Consob 2023. Nello specifico, nel 2023 le nuove quotazioni di emittenti italiani sull'*Euronext Milan* sono state 9 e 34 le società ammesse alla negoziazione sull'*Euronext Milan*, a fronte rispettivamente di sei e 21 revoche. Nel corso del 2022, le operazioni direttamente finalizzate o comunque associate al *delisting* dei titoli azionari oggetto di offerta (o obbligo d'acquisto) sono state venti (in crescita rispetto alle quattordici nel 2021). Il *delisting* si è realizzato in 18 casi, per una capitalizzazione pari nel complesso a circa 28,7 miliardi di euro.

⁶ Position paper 3/2025 di Assonime, "*A single supervisor for a single Rule-Book for the European capital market: time for action*", p.3.

⁷ Position paper 3/2025 di Assonime, "*A single supervisor for a single Rule-Book for the European capital market: time for action*", p.4.

⁸ Consob: bollettino statistico-mercati gennaio 2025, p. 12.

Anche per quanto concerne il mercato secondario, l'Italia risulta in una posizione arretrata rispetto ai principali paesi europei, che peraltro già mostrano un *gap* significativo nel volume del capitale raccolto rispetto alle principali piazze finanziarie internazionali.

Lo scarso ricorso ai mercati rispetto agli altri Paesi, nonché un sistema di diritto societario che richiede di mantenere livelli significativi di partecipazioni azionarie per poter esercitare diritti nelle assemblee, si riflette in un livello sensibilmente più basso di flottante delle nostre società⁹. Il basso livello di flottante, unito alla bassa capitalizzazione, riduce a sua volta la quota delle società quotate italiane negli indici internazionali che guidano gli investimenti dei fondi «passivi», oggi dominanti.

A questo quadro, si devono aggiungere fenomeni di c.d. *gold plating* (i.e. introduzione di requisiti, standard, obblighi e oneri che vanno al di là di quanto strettamente richiesto dalla normativa europea minima), che sfruttano la facoltà concessa ai paesi membri di discostarsi dagli indirizzi comuni concordati. Si generano così disomogeneità applicative sostanziali in aree rilevanti per l'attività economica.

Sono dunque emerse alcune delle ragioni della scarsa attrattività del mercato dei capitali italiano, rappresentate dalla maggiore onerosità del processo di quotazione e dai costi di permanenza sui mercati, nonché dalla minore flessibilità del nostro sistema di diritto societario rispetto ad altre legislazioni europee.

In particolare, è stato evidenziato come l'ordinamento societario italiano, nonché la normativa sugli assetti organizzativi e amministrativi delle società quotate, presenta peculiarità tipicamente nazionali, conducendo a vincoli più stringenti e oneri maggiori rispetto a quanto richiesto dal diritto europeo, anche in esito a fenomeni di c.d. *gold plating*, che non trovano giustificazione in effettive esigenze di tutela degli investitori e del mercato.

Tale circostanza, unitamente a un giudizio di complessiva vetustà del sistema rispetto all'evoluzione che, nel tempo, ha caratterizzato gli assetti proprietari e le dinamiche di governo delle società quotate italiane, conduce ad individuare nella medesima normativa una delle principali aree di intervento per l'attuazione degli obiettivi di semplificazione e di sviluppo della competitività dei mercati.

Di qui l'opportunità di intervenire attraverso una serie di misure, prima individuate in via generale, anche sotto forma di linee-guida e orientamenti di *soft law*, nel citato Libro Verde e poi concretizzate in specifiche disposizioni normative nella c.d. Legge Capitali.

Ma di qui anche l'opportunità di intervenire organicamente attraverso un'analisi di tutta la disciplina afferente i mercati dei capitali e l'intermediazione finanziaria così come contenuta nel Testo Unico della Finanza.

In tale contesto è stata nominata un'apposita commissione, composta da accademici, avvocati del libero Foro ed esponenti delle Autorità di Vigilanza, la quale ha avuto il compito di elaborare proposte legislative da sottoporre all'Esecutivo ai fini dell'esercizio della delega legislativa.

⁹ <https://www.oecd.org/corporate/ca/OECD-Capital-Market-Review-Italy.pdf>.

2. OBIETTIVI DELL'INTERVENTO E RELATIVI INDICATORI

2.1 Obiettivi generali e specifici

Alla luce dell'analisi dei problemi di cui sopra, **l'obiettivo generale** perseguito dall'intervento normativo che verrà adottato in applicazione dei criteri di delega di cui all'articolo 19 della Legge Capitali è l'introduzione di misure e riforme finalizzate a migliorare strutturalmente la competitività del mercato dei capitali italiano attraverso, principalmente, modifiche alla disciplina delle società di capitali e dell'intermediazione finanziaria. Ciò è fondamentale per accompagnare e sostenere la ripresa che si è andata consolidando in questi ultimi anni e affrontare le sfide della transizione digitale e ambientale.

Il fine ultimo è di intervenire *sull'ordinamento giuridico e amministrativo nel suo complesso*, con misure che operano ed insistono su piani diversi, dall'insieme delle regole nelle sue varie articolazioni a quello applicativo e delle prassi amministrative e di giustizia.

La regolamentazione, e i presidi da essa imposti, hanno un ruolo fondamentale nel determinare il corretto funzionamento dei mercati e la tutela degli interessi delle parti, con un'attenzione particolare alle parti più esposte al rischio di un'inadeguata consapevolezza delle caratteristiche degli investimenti che si compiono, come gli investitori al dettaglio.

Tuttavia, a vincoli più stringenti rispetto a quanto richiesto del diritto europeo armonizzato (il c.d. *gold plating*) non necessariamente corrisponde una maggiore tutela sostanziale del risparmio, soprattutto se tali vincoli comportano un sottosviluppo del mercato che limita le opportunità di investimento, con effetti controproducenti rispetto all'obiettivo di tutela perseguito.

In questo senso, l'intervento in questione muove dal presupposto e dalla constatazione che la competitività dell'ordinamento è una variabile decisiva nelle scelte di allocazione degli investitori, italiani ed esteri. In questa prospettiva, questo intervento mira ad attivare un percorso di riforme ordinamentali di carattere strutturale, che non implicano oneri a carico del Bilancio dello Stato.

Con riferimento agli **obiettivi specifici** del presente disegno di legge, per comodità di lettura risulta preferibile suddividere i settori d'intervento in macro-aree di seguito indicate.

Un **prima area** di intervento concerne la Parte I e la Parte II, Titoli I e II, del Testo Unico della Finanza ed ha quale **obiettivo** la canalizzazione degli investimenti verso le imprese ed il bilanciamento degli oneri amministrativi a carico delle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli, nonché la creazione di un *level playing field* con i mercati europei riguardo la disciplina dei contratti nel settore finanziario.

In tale ottica e in attuazione dei principi direttivi previsti dall'articolo 19, comma 2, lettere a), g) ed l) della Legge n. 21/2024: a) si amplia la nozione di cliente professionale ricomprendendovi gli enti previdenziali privatizzati; b) vengono aggiornate le definizioni di cui alla Parte I del Testo Unico per tenere conto, principalmente, dell'introduzione dei nuovi modelli di gestore di FIA sotto soglia registrato e di società di partenariato (come meglio verrà spiegato nel prosieguo); c) si riconosce la promozione dell'educazione finanziaria e lo sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati come elementi caratterizzanti le funzioni di vigilanza; d) si procede ad una riorganizzazione delle competenze di vigilanza tra le Autorità di settore.

Per quanto concerne il punto *sub a)*, si rileva come, in base agli ultimi dati pubblicati da COVIP¹⁰, l'attivo totale delle casse di previdenza alla fine del 2023 si è attestato a 114,1 miliardi di euro ed il peso rispetto al PIL è pari al 5,4%. Negli ultimi dieci anni le risorse complessive del settore sono cresciute di 48,4 miliardi, pari in media al 5,7% su base annua. Alla variazione dell'attivo concorrono

¹⁰ Fonte: "CASSE DI PREVIDENZA GLI INVESTIMENTI: DIMENSIONI E COMPOSIZIONE", Anno 2023.

diversi fattori, quali essenzialmente i saldi previdenziali per contributi incassati e prestazioni erogate e la redditività degli investimenti. Nel 2023 il flusso complessivo dei contributi al netto delle prestazioni si è attestato a 3,7 miliardi di euro. La redditività media degli investimenti è stata pari al 7,1%, grazie all'andamento favorevole dei mercati finanziari; sul più ampio orizzonte decennale, la redditività media annua composta è del 2,8%.

Con riferimento al punto *sub c)*, in particolare, vengono ulteriormente rafforzate le disposizioni in materia di educazione finanziaria già introdotte con l'articolo 25 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 e viene, così, espressamente attribuito un ruolo determinante sulla materia anche alla Banca d'Italia, alla Consob e, loro tramite, agli intermediari attivi sul mercato nazionale. In definitiva, la promozione dell'educazione finanziaria viene riconosciuta anche nell'ambito delle finalità della vigilanza allo scopo di fornire alle Autorità gli strumenti necessari per alimentare ulteriormente, e in modo virtuoso, sia la consapevolezza dei cittadini verso il settore finanziario, sia il buon funzionamento del mercato nazionale complessivamente considerato.

Con riferimento al punto *sub d)*, innanzitutto viene introdotta la promozione dello «*sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati*» tra i principi cui la Banca d'Italia e la Consob devono ispirarsi nell'esercizio delle rispettive deleghe regolamentari, in attuazione del criterio direttivo di cui all'articolo 19, comma 2, lettera *a)*, legge n. 21/2024 con riferimento al sostegno della crescita del Paese. Invero, la promozione dello sviluppo sostenibile delle imprese (si intende, tanto delle imprese vigilate, quanto delle imprese emittenti) e dei rispettivi mercati va intesa in due sensi (tra loro strettamente connessi): da un lato, la promozione dello sviluppo sostenibile sotto un profilo essenzialmente finanziario a tutela degli investitori e della stabilità e buon funzionamento del mercato, dall'altro – e in una prospettiva di lungo termine – la sostenibilità ambientale e sociale delle attività delle imprese e dei mercati in cui operano.

In secondo luogo, viene compiuto un riordino nelle deleghe regolamentari specificamente attribuite alla Consob e alla Banca d'Italia. Nello specifico, e in attuazione dei criteri direttivi di cui al più volte citato articolo 19, comma 2, lettere *g)* ed *l)*, vengono attribuite le deleghe regolamentari e i conseguenti poteri di valutazione in materia di requisiti di idoneità dei partecipanti al capitale e degli esponenti aziendali dei soggetti abilitati (ossia, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio, Sicav e Sicaf) esclusivamente alla Banca d'Italia. Ciò consentirà un più efficiente coordinamento normativo e nelle prassi di vigilanza, anche alla luce della nuova normativa secondaria adottata per il settore bancario (Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 23 novembre 2020, n. 169, Provvedimento della Banca d'Italia 26 ottobre 2021 e Provvedimento della Banca d'Italia 26 luglio 2022) e per il settore assicurativo (Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico 2 maggio 2022, n. 88),

Le autorità di vigilanza vengono, così, espressamente incaricate di esercitare i propri poteri regolamentari dovendo individuare gli aspetti rilevanti con cui promuovere, in sede di normazione secondaria, lo sviluppo positivo dei mercati e delle imprese assicurando, così, che la normativa da essi adottata sia uno strumento utile anche a tali scopi

Una **seconda area** di intervento è in tema di gestione collettiva del risparmio di cui alla Parte II, Titolo III, del Testo Unico della Finanza, il cui **obiettivo** è di realizzare una riforma organica della relativa disciplina. In particolare, le modifiche proposte mirano ad incrementare il mercato nazionale del risparmio gestito, favorire l'afflusso degli investimenti in tali prodotti da parte degli investitori professionali e *retail*, canalizzando indirettamente i risparmi verso l'economia reale. Ciò in attuazione del criterio direttivo di cui all'articolo 19, comma 2, lettera *a)*, della più volte citata Legge Capitali.

Sulla base dell'Albo di vigilanza di Banca d'Italia, al 31 dicembre 2023 ci sono 176 società di gestione del risparmio (Sgr) di cui 26 di emanazione bancaria e 65 società di investimento a capitale fisso (Sicaf). Il patrimonio totale gestito (AUM) a gennaio 2025 è pari a 2.530 mld euro¹¹.

Per quanto concerne la rilevanza nel mercato Europeo, a fine 2022, delle circa 4.500 *asset management companies* attive in Europa, 239 avevano sede legale in Italia. La presenza di gestori e prodotti italiani *cross-border* risulta ancora contenuta rispetto ai prodotti di altri ordinamenti europei, che sono largamente distribuiti anche in Italia¹².

Nell'ambito della gestione collettiva del risparmio **obiettivi specifici** riguardano le attività di *private equity* e *venture capital*. Invero, il mercato del *private equity* e *venture capital* a livello mondiale sta assistendo negli ultimi dieci anni ad una crescita significativa, coinvolgendo con maggiore intensità numerose aree geografiche, ivi compreso il nostro paese che ad oggi si pone come il quarto mercato nell'Unione Europea in termini di volumi.

In secondo luogo, il *private equity* e *venture capital* sono strumenti, sebbene non esclusivi, indispensabili in un sistema economico per sostenere e accelerare la nascita e poi la crescita delle aziende, favorendo processi fondamentali di innovazione e contribuendo all'aumento dell'occupazione.

In riferimento ai dati sul mercato italiano del *private equity* e *venture capital* nel 2024, la raccolta complessiva ha registrato 6,67 miliardi di euro, di cui 5,9 miliardi raccolti sul mercato.

Le proposte normative sopra esposte potranno impattare significativamente in termini di afflusso degli investimenti verso l'economia reale, con un particolare *focus* nei confronti dei settori del *private equity* e del *venture capital*. Inoltre, le revisioni proposte introdurranno un quadro normativo più allineato agli ordinamenti europei più sviluppati, anche e soprattutto nell'ottica di favorire, da un lato, una migliore distribuzione *cross-border* dei prodotti italiani, dall'altro, una maggiore appetibilità e riconoscibilità delle regole da parte degli investitori esteri, che potranno essere maggiormente interessati ad investire in un ecosistema normativa più vicino alle regole e alle migliori prassi europee ed internazionali.

Si consideri in tal senso l'introduzione: a) delle società di partenariato; b) della nuova disciplina in tema di gestori c.d. sotto-soglia¹³.

Con riferimento al punto *sub a)*, le società di partenariato, ispirate alle *limited partnership* già previste in altri ordinamenti (principalmente nei sistemi di *common law* quali La Gran Bretagna e gli Stati Uniti, ma adottate anche in Francia, in Germania e in Lussemburgo), costituiranno un nuovo tipo di organismo di investimento collettivo del risparmio di tipo societario autorizzato alla prestazione del servizio¹⁴. Gli investimenti, nella specie, saranno diretti in imprese non quotate nei mercati regolamentati, attraverso strumenti rappresentativi di capitale, di debito, o altre forme similari, incluso l'investimento ulteriore nelle suddette imprese dopo l'ammissione delle stesse alla quotazione.

L'introduzione di questa soluzione nel nostro ordinamento ha un valore segnaletico fondamentale per attrarre capitali e contribuire alla crescita di un'industria che è fondamentale per sostenere la nascita, il primo sviluppo e la crescita delle imprese.

¹¹ Fonte: Assogestioni - Mappa mensile del risparmio gestito – Gennaio 2025.

¹² Fonte: Report EFAMA (European Fund and Asset Management Association) "An overview of the asset management industry".

¹³ Si tratta di GEFIA con un totale attivo dei fondi gestiti che non supera €100 milioni; la soglia sale a €500 milioni se i fondi non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale.

¹⁴ Il modello societario è quello di una società in accomandita per azioni avente come oggetto sociale esclusivo la gestione collettiva del patrimonio raccolto (tramite emissione di azioni e/o strumenti partecipativi o altri titoli statutariamente previsti) nelle forme del *private equity* e del *venture capital*.

Con riferimento al punto *sub b)*, si rileva come, ad oggi, la gestione collettiva del risparmio indirizzata al *private equity* e *venture capital* è svolta da GEFIA (gestori di fondi alternativi) italiani chiusi sottoposti (i) ad un regime autorizzativo; (ii) a vigilanza prudenziale e ad obblighi di correttezza e trasparenza più stringenti rispetto a quanto previsto negli altri Paesi dell'Unione. Invero, dal confronto con i maggiori paesi europei (Germania, Francia, Olanda, Irlanda) emerge che, a fronte di mercati molto più sviluppati di quello italiano, i gestori sotto-soglia sono soggetti quasi ovunque a mera registrazione, specie se riservati a un pubblico professionale, e a limitata attività di vigilanza.

Per quanto concerne le loro dimensioni, nell'ultimo decennio il loro numero è progressivamente aumentato in virtù anche dei programmi governativi a sostegno delle piccole e medie imprese. Alla fine del 2024 essi rappresentano il 46% dei GEFIA totali (n. 76 su 164); nel settore del *venture capital*, tre quarti dei gestori sono sotto-soglia e rappresentano il 50% degli attivi. Le dimensioni dei gestori sotto-soglia sono però molto contenute: l'attivo gestito è pari al 2,3% del totale gestito dai GEFIA (4,2 mld di euro) e si assesta mediamente a circa 70 milioni di euro, dato significativamente inferiore alla soglia massima loro consentita (500 milioni di euro).

In tale contesto, pertanto, è importante introdurre un regime di sola registrazione e non più di autorizzazione per GEFIA che prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio limitatamente ai FIA italiani chiusi, entro specifiche soglie dimensionali, fissandone una serie di caratteristiche che bilancino con efficacia l'esigenza di sviluppo con quella di tutela degli investitori¹⁵. Ciò al fine di consentire agli operatori del mercato di avere uno spazio di azione più ampio che contribuisca a consolidare l'azione del *private equity* e del *venture capital* allo sviluppo economico del paese.

Del resto, tale scelta si pone in linea con quanto previsto a livello sovranazionale, laddove la Direttiva 2011/61/UE - *Alternative Investment Fund Managers* (AIFMD) - prevede un regime agevolato per i gestori c.d. sottosoglia che, per l'appunto, possono essere registrati, anziché autorizzati, e non soggetti a vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza.¹⁶

Ulteriore rilevante novità attiene alle barriere lato domanda. Sarà consentito anche ad investitori non professionali - che sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila, avendo portafoglio finanziario complessivo non inferiore a cinque milioni di euro - di investire in FIA sottosoglia registrati.

La combinazione del regime sotto-soglia con la presenza di società di partenariato (*limited partnership*) intende dare un segnale forte e deciso al mercato, non solo domestico, di caratterizzazione dell'Italia come piattaforma di crescita e innovazione.

Ulteriore obiettivo della presente iniziativa legislativa è di realizzare una migliore ripartizione dei livelli normativi della disciplina in tema di Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) per ragioni di ordine sistematico e di semplificazione del corpo normativo. A tal fine, diverse disposizioni normative previste dal Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 5 marzo 2015 n. 30 - *Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani*, vengono trasposte nel Testo Unico della Finanza.

Infine, la revisione incide profondamente sulla disciplina relativa alla regolazione dei fondi comuni di investimento, al fine di disciplinare, in modo più efficace ed efficiente, le ipotesi di crisi/incapienza

¹⁵ La principale novità consiste nel fatto che i gestori di fondi alternativi (FIA italiani) e i rispettivi regolamenti non dovranno più essere autorizzati dalla Banca d'Italia per prestare il servizio di gestione collettiva, bensì sarà sufficiente una registrazione presso un apposito registro tenuto da Banca d'Italia. Dal punto di vista prudenziale, a queste società si applicheranno solo alcuni aspetti minimi di vigilanza (i.e. requisiti degli esponenti aziendali, obblighi antiriciclaggio), coerentemente con le ridotte consistenze patrimoniali in gestione.

¹⁶ Tuttavia, La AIFMD consente agli Stati membri di imporre a questi soggetti requisiti più stringenti a livello nazionale. In sede di recepimento della Direttiva nel 2015, l'Italia non ha optato per il regime agevolato ma ha adottato il regime autorizzativo e l'applicazione della vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza, seppure con alcune semplificazioni regolamentari e circoscrivendo l'operatività ai soli FIA riservati.

prospettica dei fondi comuni di investimento. In tal modo, si potrà favorire anche l'afflusso di credito sui fondi comuni.

L'**obiettivo** è creare un ambiente di regolazione più competitivo ed efficace per disciplinare le ipotesi di incapienza prospettica che possono riguardare gli OICR (ed eventualmente i relativi gestori), nella misura in cui gli stessi siano autorizzati alla leva finanziaria. In tale ottica, viene ripartita la disciplina della crisi nelle due ipotesi di OICR gestiti da un gestore autorizzato e da un gestore sottosoglia registrato. In particolare, nel secondo caso, non trattandosi di soggetti autorizzati ma solo registrati, si introduce una disciplina *ad hoc* sul modello delle procedure, strumenti di gestione e regolazione della crisi – inclusa la composizione negoziata – e relativi presupposti previsti dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza (con conseguente esclusione della competenza da parte di Banca d'Italia), ovviamente con alcune deroghe necessarie a tenere conto della particolare natura di tali intermediari.

Una **terza area** di intervento concerne la disciplina in tema di appello al pubblico risparmio, con particolare riferimento all'offerta pubblica di acquisto di cui alla Parte IV, Titolo II del Testo Unico della Finanza, il cui **obiettivo** è di realizzare una riforma complessiva della materia. Ciò in attuazione del criterio direttivo di cui all'articolo 19, lettera f), della Legge delega.

In particolare, il presente decreto legislativo reca una serie di puntuali adeguamenti imposti dalla evoluzione dell'ordinamento (anche europeo: si pensi al passaggio dalla Comunità all'Unione Europea, con le correlative conseguenze anche di ordine terminologico), nonché una serie di chiarificazioni e precisazioni di dettaglio ispirate alla esperienza pregressa e alla prassi consolidatasi nella operatività della stessa Autorità di vigilanza al fine di attuare i seguenti obiettivi: (i) aumentare la competitività del mercato dei capitali; (ii) facilitare la quotazione nei mercati regolamentati; (iii) semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti.

In altri termini, le modifiche proposte sono ispirate a tali obiettivi: da un lato, all'esigenza di attuare, nei limiti di un contesto sempre più complesso, l'auspicata semplificazione, anche attraverso la previsione di regole più nette e la eliminazione di varie forme di *gold plating*; e, dall'altro, alla finalità di riconoscere un certo maggiore spazio alle istanze del "mercato".

In tale ottica, l'intervento in esame si articola secondo le seguenti linee: a) semplificazione della disciplina anche attraverso il ricorso ad ampi poteri regolamentari da attribuirsi a Consob in modo da rendere la disciplina sufficientemente flessibile; b) fissazione di una soglia unica al 30%, superata la quale scatta l'obbligo dell'OPA totalitaria; c) fissazione del prezzo dell'OPA obbligatoria non più al valore degli ultimi dodici mesi, bensì a quello degli ultimi sei mesi; d) la previsione di una procedura di acquisto totalitaria della partecipazione su indicazione dei soci (cd *scheme of arrangement*);

Una **quarta area** di intervento riguarda la Parte IV, Titolo III del Testo Unico della Finanza in tema di "emittenti" e la Sezione VI-bis del Codice Civile in materia di società di capitali.

L'**obiettivo** è favorire la competitività del mercato, aumentando la propensione delle imprese italiane ad accedervi e a permanervi, con l'obiettivo di arginare i fenomeni di "fuga" verso gli ordinamenti stranieri.

Al fine di realizzare ciò sono previsti i seguenti **obiettivi specifici**: (i) semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi il relativo sistema sanzionatorio, la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, anche con riferimento alle soglie di partecipazione, in linea con gli *standard* internazionali, e la possibilità di prevedere sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, riducendo gli obblighi e gli oneri previsti a legislazione vigente; (ii) facilitare il passaggio dalla quotazione nei mercati non regolamentati a quella nei mercati regolamentati; (iii) semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina.

In questa prospettiva, la riforma traccia una distinzione, metodologica e sostanziale, tra società che si apprestano alla quotazione e società che, al momento dell'entrata in vigore del decreto legislativo di attuazione, risultino già quotate.

Avuto riguardo alle prime, la riforma si articola nella previsione di un plesso di nuove regole, liberamente accessibile, informato alla riduzione dei costi e a una forte valorizzazione dell'autonomia statutaria, verificando altresì quali presidi non appaiano più giustificati e quali, invece, possano, soprattutto in specifici contesti, incentivare gli investimenti.

Un simile intervento consente il perseguimento, a un tempo, di un **duplice obiettivo**: (i) favorire le quotazioni, offrendo l'opportunità di accedere a un regime più "attrattivo" di quello esistente, i cui oneri rappresentano sovente (alcune delle) barriere all'ingresso nei mercati regolamentati del capitale di rischio; (ii) assicurare uno spazio di piena efficacia all'azione di semplificazione del Governo.

Sotto quest'ultimo profilo, la riforma muove dall'assunto in base al quale la semplificazione del regime normativo applicabile alle società "quotande" non ha implicazioni sui diritti quesiti dei soci, in termini di valorizzazione del relativo investimento e posizioni di vantaggio riconosciute dalla legge, e sugli equilibri proprietari esistenti, consentendo così l'impiego di soluzioni più innovative. Il prezzo della maggiore flessibilità del regime che si viene a disegnare per tali società è infatti interamente supportato dai soci preesistenti in sede di quotazione e i nuovi investitori acquistano consapevoli delle regole di *governance* applicabili.

Avuto riguardo, invece, alle società che risultano già quotate al momento dell'entrata in vigore del presente decreto legislativo, la riforma consiste in una revisione della Parte IV, Titolo III, Capo II ("*Disciplina delle società con azioni quotate*") del Testo Unico della Finanza.

Le modifiche riguardano le seguenti aree di disciplina: (i) l'informazione societaria; (ii) gli assetti proprietari; (iii) l'assemblea; (iv) la concorrenza tra mercati e il c.d. *downlisting*.

Per quanto concerne, in particolare, gli interventi normativi che hanno interessato la Sezione VI-*bis* del Codice Civile, disciplinante i sistemi di amministrazione e controllo delle società, questi rispondono all'esigenza di accordare una maggiore discrezionalità sostanziale nella scelta di quale sistema di *governance* adottare, con il fine ultimo di rafforzare l'attrattività delle società italiane, rendendo i sistemi più facilmente riconoscibili anche da investitori esteri.

Tale finalità viene perseguita mediante la previsione di una disciplina autonoma ed esaustiva dei tre sistemi alternativi di amministrazione e controllo che, da un lato, accorda agli stessi la medesima rilevanza e visibilità – superando, così, l'impostazione pregressa caratterizzata da un forte *favor* per il precedente sistema "tradizionale" –, dall'altro, ne evidenzia i rispettivi tratti distintivi.

Altresì, sono stati effettuati ulteriori interventi "strutturali", tra i quali a titolo esemplificativo, l'estensione della durata massima del mandato degli organi di amministrazione e controllo per le società prevedendo la durata di tre anni come opzione di *default* e riconoscendo la possibilità di estenderla, in via statutaria, sino ad un massimo di cinque anni per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio;

La revisione delle regole, negli ambiti sopra indicati, alla luce dei principi e dei criteri direttivi della Legge delega è avvenuta sulla base di un'analisi dell'evoluzione degli istituti e di una valutazione di coerenza degli stessi con l'attuale contesto internazionale, nonché con le esigenze di tutela dei nuovi interessi, eliminando talune forme di *gold plating* e verificando quali presidi non appaiano più giustificati e quali, invece, possano, soprattutto in specifici contesti, incentivare gli investimenti.

2.2 Indicatori e valori di riferimento

Gli indicatori associati agli obiettivi dell'intervento normativo di cui alla **prima area di intervento** sono i seguenti:

- attivo totale delle casse di previdenza. Alla variazione dell'attivo concorrono diversi fattori, quali essenzialmente i saldi previdenziali per contributi incassati e prestazioni erogate e la redditività degli investimenti;

Gli indicatori associati agli obiettivi dell'intervento normativo di cui alla **seconda area di intervento** sono i seguenti:

- dinamica del numero delle Sgr;
- totale del patrimonio gestito;
- numero degli OICR statuari¹⁷;
- numero delle società di partenariato costituite e dimensione (e dinamica) delle masse gestite; numero di gestori sotto-soglia e patrimonio gestito;
- dati della raccolta complessiva del *private equity* e *venture capital* con riferimento al mercato italiano;
- numero di operatori che realizzeranno attività *cross-border* e dimensione (e dinamica) della loro raccolta presso paesi diversi dall'Italia.

Gli indicatori associati agli obiettivi dell'intervento normativo di cui alla **terza e quarta area di intervento** sono i seguenti:

- rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL registrato in Italia;
- numero annuo di nuove quotazioni;
- numero di società che operano il *delisting*;
- il numero di PMI che si sono quotate mediante transito da un mercato di crescita (*SME Growth Market*) ad un mercato regolamentato;
- il numero di fattispecie di c.d. auto-collocamento di azioni della società;
- il numero di quote standardizzate dematerializzate emesse dalle S.r.l.-PMI.

Sulla base di tutti gli indicatori sopra indicati sarà possibile trarre conclusioni sugli impatti della riforma.

In termini di fonti di informazione che potrebbero essere utilizzate durante la valutazione, rilevano i dati forniti dalle Autorità, dalle Associazioni di categoria, nonché dagli operatori di mercato.

3. OPZIONI DI INTERVENTO E VALUTAZIONE PRELIMINARE

In merito alle opzioni alternative all'intervento in questione, non si è ritenuto utile, nell'ambito del diritto del mercato dei capitali, adottare singoli provvedimenti puntuali, ritenendo altresì opportuno procedere ad una riforma complessiva ed organica.. Per ragioni di certezza del diritto si è, inoltre, optato per un intervento coordinato di riforma del complessivo impianto del Testo Unico della Finanza e del Codice Civile per la parte di diritto societario.

Inoltre, anche al fine di meglio veicolare la finalità dell'intervento – e con maggiore eco, anche in sede europea – si è ritenuto opportuno procedere con una riforma il quanto più ampia possibile, con riferimento agli ambiti disciplinati dal testo Unico della Finanza e dagli altri provvedimenti oggetto di intervento, pur riconoscendo il necessario tempo di adattamento ad operatori ed Autorità. A tale fine, infatti è prevista una entrata in vigore delle misure differita rispetto agli ordinari tempi.

¹⁷ Gli OICR statuari sono poco diffusi, così come scarsissima diffusione hanno avuto le SIS e i gestori sottosoglia, che nell'attuale sistema sono sottoposti ad autorizzazione e vigilati in misura largamente simile ai sopra-soglia, il che ha reso di fatto poco appetibile la diffusione di questi prodotti.

4. COMPARAZIONE DELLE OPZIONI E MOTIVAZIONE DELL'OPZIONE PREFERITA

4.1 Impatti economici, sociali ed ambientali per categoria di destinatari

Trattasi di interventi sul Testo Unico della Finanza e sul Codice Civile necessari, per i quali la forma consentita è quella del decreto legislativo. Pertanto, l'opzione di non intervento è esclusa.

La proposta legislativa andrà a beneficio delle seguenti categorie soggettive, quali destinatari diretti delle misure che si introducono:

- imprese, anche le PMI, in quanto ne agevolerà l'accesso e la permanenza nei mercati di capitali e la raccolta di risorse finanziarie;
- intermediari e gestori, per effetto delle misure che consentiranno una più agevole attività di investimento, anche per il tramite di canali tecnologicamente innovativi, nonché un più appropriata modalità di rappresentazione in assemblea;
- società già quotate ed emittenti;
- Autorità di vigilanza;
- investitori professionali – enti previdenziali privatizzati.

4.2 Impatti specifici

A) Effetti sulle PMI

L'intervento normativo in discorso può favorire l'accesso delle piccole e medie imprese, ai capitali per la crescita.

Con particolare riferimento alle PMI, si ipotizza che la nuova disciplina sulle società di partenariato e sui gestori sottosoglia registrati potranno avere un impatto positivo per le PMI, che rappresentano il *target* tipico d'investimento, sia per quanto concerne il *private equity* che il *venture capital*. Le nuove forme della gestione collettiva oggetto di revisione mirano proprio a garantire una canalizzazione del risparmio verso le piccole e medie imprese non quotate, al fine di consentirne la crescita e l'apertura al mercato.

Le nuove previsioni in materia di regole di *governance* per le società c.d. neoquotate e di piccola e media dimensione, consentiranno altresì una maggiore flessibilità alle imprese di ridotte dimensioni quotate sui mercati regolamentati.

B) Effetti sulla concorrenza

Con il presente decreto legislativo si interviene in modo da assicurare la tutela degli interessi di tutti i soggetti coinvolti senza prevedere obblighi ulteriori atti a creare svantaggi concorrenziali per le imprese italiane.

In particolare, si precisa che l'intervento regolatorio non crea restrizioni alle possibilità competitive dei gestori; viceversa, si avrà una maggiore concorrenza interna e transfrontaliera, la quale offrirà un sostegno allo sviluppo commerciale delle imprese e accrescerà la capacità di innovazione su cui tali entità possono basarsi.

Le misure previste non sono specificatamente mirate a migliorare la concorrenza domestica, ma, tramite l'alleggerimento di alcuni oneri regolatori, potranno avere effetti benefici sulla competitività del mercato dei capitali italiano, rispetto a quelli di altri paesi europei.

L'eliminazione di molteplici fattispecie di c.d. *gold plating* attualmente previste, ulteriori rispetto a quanto previsto dalle altre normative europee in materia, produrrà effetti positivi in termini di concorrenza sul piano sovranazionale.

C) Oneri informativi

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

D) Rispetto dei livelli minimi di regolazione europea

La proposta risulta essere in linea con la normativa euro-unitaria applicabile.

4.3 Motivazione dell'opzione preferita

Le scelte regolatorie in esame, come premesso, sono finalizzate ad un intervento che, in maniera olistica e coordinata, affronti la riforma del complessivo impianto del Testo Unico della Finanza e del Codice Civile per la parte di diritto societario.

In tale contesto, sono state modificate le seguenti Parti del Testo Unico della Finanza e Sezioni del Codice Civile:

- Parte I del Testo Unico della Finanza;
- Parte II, Titolo I - Titolo II, Capo I e Capo III - Titolo IV, Capo II - Titolo III, Capo I, Capo I-bis, Capo I-ter, Capo II, Capo II-bis, Capo II-quinquies e Capo III del Testo Unico della Finanza;
- Parte III, Titolo I-bis – Titolo II - Titolo II-bis - Titolo II-ter del Testo Unico della Finanza;
- Parte IV, Titolo II, Capo I - Titolo III, Capo I e Capo II del Testo Unico della Finanza;
- Codice Civile, Sezione VI-bis.

5. MODALITÀ DI ATTUAZIONE E MONITORAGGIO

5.1 Attuazione

I soggetti responsabili dell'attuazione dell'intervento sono: il Ministero dell'Economia e delle Finanze ed il Ministero di Grazia e Giustizia per gli aspetti di carattere normativo contenuti nel Testo Unico della Finanza e nel Codice Civile, nonché le Autorità nazionali di vigilanza delegate all'adozione di atti regolamentari, i soggetti che applicano le disposizioni contenute nella disciplina regolamentare europea e le Autorità nazionali ed europee che li vigilano.

5.2 Monitoraggio

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

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

A livello nazionale, il controllo e il monitoraggio degli effetti dell'intervento normativo verranno

svolti dal Governo – Ministero dell'Economia, Ministero di Grazia e Giustizia - e dalle Autorità di vigilanza (nella specie, Consob e Banca d'Italia) che vigilano sull'applicazione delle norme secondo le rispettive attribuzioni, nonché dalla Cabina di Regia per il coordinamento strategico e la definizione di politiche e direttive efficaci in materia di valorizzazione e sviluppo del mercato dei capitali (istituita dall'art.17 ter del decreto legge n.25/2025).

In particolare, verrà valutato se la riforma proposta riuscirà a rendere più efficiente ed attrattivo il mercato dei capitali italiano, senza abbassare il livello di tutela per gli investitori, ma riducendo gli oneri regolatori sproporzionati, anche al fine di rendere il ricorso al capitale di rischio maggiormente attrattivo rispetto al credito bancario, ad oggi primaria fonte di finanziamento delle imprese. Gli indicatori di tale monitoraggio dovrebbero includere: (i) il numero totale delle quotazioni italiane *post-riforma*; (ii) il rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL in Italia; (iii) il *delisting* dei titoli; (iv) il volume del capitale raccolto rispetto alle principali piazze finanziarie internazionali; (v) il livello di flottante delle nostre società.

CONSULTAZIONI SVOLTE NEL CORSO DELL'AIR

Lo schema di decreto legislativo, contenente le modifiche da apportare al Testo Unico della Finanza e al Codice Civile in attuazione della Legge Capitali, è stato elaborato previo confronto a livello tecnico con la Commissione governativa nominata *ad hoc*.

Non è stata prevista una consultazione pubblica, ma saranno previste audizioni parlamentari dei diversi stakeholders in misura congrua a rappresentare le differenti istanze.

PERCORSO DI VALUTAZIONE

L'AIR è stata redatta dal Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro – Direzione V – Ufficio III - sulla base degli elementi informativi al momento disponibili.

Come premesso, lo schema di decreto è stato predisposto dal Ministero e i suoi contenuti valutati e discussi preliminarmente con la menzionata Commissione governativa.