

**PROPOSTE DI MODIFICA AL REGOLAMENTO EMITTENTI PER LA DEFINIZIONE DELLA DETENZIONE
CONGIUNTA AI SENSI DEGLI ARTICOLI 154.4, COMMA 3, DEL TUF E 16, COMMA 2, DEL DECRETO
LEGISLATIVO 27 MARZO 2026, N. 47**

**Documento per la consultazione
1° luglio 2026**



Obiettivi

- Determinare i criteri applicativi per individuare i soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento.
- Rendere operativo il meccanismo di neutralizzazione del voto dei soci di maggioranza, c.d. *whitewash*, previsto per gli emittenti di nuova quotazione e per le PMI quotate che optano per il regime semplificato.
- Assicurare tutela effettiva degli azionisti di minoranza, certezza del diritto e semplicità applicativa.
- Contenere i costi di *compliance* in coerenza con le finalità della riforma del mercato dei capitali.



Atti regolamentari modificati

- Regolamento Emittenti.





A chi è rivolto?

- Emittenti di nuova quotazione che intendono avvalersi del regime semplificato previsto dal TUF.
- PMI quotate che, in via transitoria, intendono modificare lo statuto per accedere alla medesima disciplina.
- Soci, investitori, associazioni di categoria, operatori del mercato e altri soggetti interessati.
- Organi sociali coinvolti nella verifica del corretto funzionamento del meccanismo assembleare di *whitewash*.



Come partecipare

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il **31 luglio 2026** compilando l'apposito [form per la risposta alla consultazione](#) e inviandolo tramite il [modulo dedicato](#). Si segnala che, per problemi tecnici, il modulo telematico per l'invio non è al momento disponibile. Il servizio sarà ripristinato a breve.



Principali impatti e prossime tappe

- Definizione di un perimetro oggettivo e verificabile dei rapporti rilevanti ai fini della detenzione congiunta.
- Riduzione dell'incertezza interpretativa rispetto a soluzioni fondate su valutazioni caso per caso.
- Valutazione delle osservazioni ricevute e successiva adozione delle modifiche regolamentari definitive.



Principali contenuti del documento

Il documento sottopone alla consultazione una proposta di modifica del Regolamento Emittenti volta a definire i criteri applicativi della “*detenzione congiunta*” rilevante ai fini del meccanismo di *whitewash* previsto dagli articoli 154.4, comma 3, del Tuf e 16, comma 2, del d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47.

L’intervento si inserisce nel quadro della disciplina degli Emittenti di nuova quotazione e delle PMI quotate che intendano avvalersene, con l’obiettivo di rendere chiaro e prevedibile il perimetro dei soci il cui voto deve essere neutralizzato nelle deliberazioni volte all’adozione di tale disciplina.

In particolare, la proposta mira a:

- **assicurare certezza applicativa**, individuando criteri oggettivi e facilmente verificabili per l’accertamento della detenzione congiunta;
- **rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza**, garantendo l’effettività del meccanismo di *whitewash*;
- **contenere i costi di compliance per gli emittenti**, evitando valutazioni che potrebbero risultare complesse o incompatibili con le tempistiche assembleari;
- **ridurre i rischi di incertezza e contenzioso**, mediante un perimetro regolatorio chiaramente definito.

Alla luce dell’analisi delle diverse opzioni regolatorie, il documento individua come soluzione preferibile un approccio intermedio, che bilancia semplicità applicativa, proporzionalità degli oneri e tutela sostanziale delle minoranze. Tale soluzione prevede l’inclusione, nel perimetro della detenzione congiunta, dei soggetti riconducibili alle fattispecie tipizzate dall’art. 101–bis, comma 4–bis del Tuf, nonché legati da taluni dei rapporti familiari previsti dall’art. 44–quater, comma 1, lett. a) del Regolamento Emittenti.

Nel complesso, l’intervento intende favorire un’applicazione coerente, trasparente e proporzionata del meccanismo di *whitewash*, contribuendo alla stabilità del quadro regolamentare e al corretto funzionamento delle deliberazioni assembleari interessate.

INFORMATIVA SULLA PROTEZIONE DEI DATI PERSONALI

Ai sensi della normativa europea e nazionale in materia di protezione dei dati personali, si informa che i dati personali eventualmente forniti partecipando alla consultazione pubblica saranno utilizzati dalla CONSOB, Commissione nazionale per le società e la borsa (titolare del trattamento), nei modi e nei limiti necessari per adottare gli atti di sua competenza ai sensi del d.lgs. n. 58/1998 e della l. n. 262/2005 e relative disposizioni di attuazione in materia, con l'utilizzo di procedure anche informatizzate.

Tali dati saranno conservati per il tempo necessario allo svolgimento delle attività istituzionali.

I commenti pervenuti saranno pubblicati nel sito *internet* della Consob corredati della indicazione del nome e cognome del loro autore, salva espressa richiesta di non divulgarli.

Dei dati personali possono venire a conoscenza i Responsabili delle Unità Organizzative interessate dall'attività di regolamentazione cui è riferita la consultazione, nonché gli addetti degli Uffici autorizzati al trattamento. Gli interessati possono esercitare il diritto di accesso ai dati personali e gli altri diritti riconosciuti dalla legge, tra i quali il diritto di ottenere la rettifica o l'integrazione dei dati, la cancellazione, la trasformazione in forma anonima o il blocco di quelli trattati in violazione di legge nonché il diritto di opporsi in tutto in parte, per motivi legittimi, al loro trattamento.

Tali diritti possono essere fatti valere nei confronti del Titolare del trattamento: CONSOB, Commissione nazionale per le società e la borsa, via G.B. Martini n. 3 - 00198 Roma – posta elettronica certificata: consob@pec.consob.it, mail: protocollo@consob.it.

Il Responsabile della Protezione dei Dati per la Consob può essere contattato presso la Consob (e-mail: responsabileprotezione.dati@consob.it).

Gli interessati, qualora ritengano che il trattamento che li riguarda sia effettuato in violazione di legge, possono proporre reclamo al Garante per la protezione dei dati personali – Piazza Venezia, 11 – Roma.

INDICE

1. Premessa.....	6
2. Quadro normativo di riferimento	6
2.1 Funzione del meccanismo del <i>whitewash</i>	11
2.2 Esigenze sottese all'intervento regolamentare	13
3. Descrizione dell'intervento regolamentare	16
3.1 Articolato	16
3.2 Analisi preliminare di impatto regolamentare	17
3.3 Costi-benefici attesi.....	19
3.4 Opzione preferibile.....	25
Allegato 1 – Quesiti	26

1. PREMESSA

Il presente documento sottopone a consultazione pubblica le possibili opzioni di modifica del Regolamento Emittenti (Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche), relative alla determinazione dei criteri in base ai quali individuare i “*soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento*” (di seguito, anche la “**detenzione congiunta**”) ai fini dell’applicazione del meccanismo di neutralizzazione del voto dei soci di maggioranza, c.d. *whitewash*, previsto:

- dall’art. 154.4, comma 3, del Testo Unico della Finanza (anche, d.lgs. n. 58/98 o “**Tuf**”), per le deliberazioni degli Emittenti di nuova quotazione¹ aventi ad oggetto l’esclusione del diritto di recesso anche nei casi di modifiche dell’oggetto sociale che alterino in modo rilevante il rischio d’impresa;
- dall’art. 16, comma 2, del d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47 (di seguito, anche il “**Decreto attuativo della riforma del mercato dei capitali**” o il “**Decreto**”), per le deliberazioni di modifica dello statuto delle PMI quotate² che intendano avvalersi della disciplina prevista per gli Emittenti di nuova quotazione.

Nella elaborazione delle opzioni regolamentari di seguito illustrate, si è tenuto conto del contributo fornito dal Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (“**COMI**”), istituito presso la Consob.

2. QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

Il Decreto attuativo della riforma del mercato dei capitali, entrato in vigore il 29 aprile 2026, ha introdotto alla Parte IV, Titolo III, Capo II, Sezione IV.1 del Testo Unico della Finanza una specifica disciplina per gli “*Emittenti di nuova quotazione*”, con l’obiettivo di semplificare e incentivare l’accesso al mercato dei capitali. In particolare, viene prevista una nuova disciplina in materia di governo societario che le società possono adottare mediante modifica dello statuto prima della quotazione (o anche successivamente). Tale disciplina è caratterizzata da ampia autonomia statutaria con la possibilità di derogare in materia di *governance* alle regole ordinarie applicabili alle società già quotate (di seguito, anche “**regime semplificato**”).

I principali profili di semplificazione riguardano le tematiche di seguito riportate.

¹ L’art. 154.1, rubricato “*Definizioni*”, del Tuf recita: “*Ai fini della presente sezione sono “emittenti di nuova quotazione” quelli che abbiano deliberato la richiesta di ammissione delle azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano*”.

² L’art. 1, comma 1, lettera w-*quater*.1), del Tuf definisce le “*PMI*” come segue: “*fermo quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato tale limite per tre anni consecutivi. La Consob stabilisce con regolamento le disposizioni attuative della presente lettera, incluse le modalità informative cui sono tenuti tali emittenti in relazione all’acquisto ovvero alla perdita della qualifica di PMI. La Consob pubblica l’elenco delle PMI tramite il proprio sito internet*”.

a) La nomina degli organi sociali

L'autonomia statutaria può definire modalità di elezione degli organi sociali, alternative rispetto al tradizionale sistema del voto di lista previsto dal Tuf, purché per:

- (i) l'organo di amministrazione, siano comunque rispettati i requisiti di equilibrio tra i generi nonché il diritto delle minoranze di nominare un amministratore nei casi in cui la società abbia emesso azioni a voto plurimo o abbia previsto la maggiorazione del diritto di voto ovvero sia controllata da un socio pubblico e, in ogni caso, qualora lo statuto non preveda una maggioranza di amministratori indipendenti;
- (ii) l'organo di controllo, sia mantenuto il presidio della rappresentanza delle minoranze e della nomina da parte di queste ultime del presidente del collegio sindacale³.

b) Le operazioni con parti correlate

Le società possono, in via statutaria, escludere l'applicazione dei presidi procedurali e di trasparenza previsti dal Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate (Delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche)⁴, salvo i casi in cui almeno uno degli

³ L'art. 154.3 del Tuf, rubricato "Elezione del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza", prevede che: "1. Lo statuto degli emittenti di nuova quotazione può determinare le modalità di elezione degli amministratori in deroga agli articoli 147-ter e 147-ter.1, potendo prevedere anche la votazione di ciascun singolo amministratore da parte dell'assemblea. In tal caso, lo statuto prevede che almeno due quinti degli amministratori appartengano al genere meno rappresentato e disciplina le modalità di elezione e i casi di sostituzione in corso di mandato al fine di garantire il rispetto di tale criterio. 2. Se lo statuto prevede la votazione di ciascun singolo amministratore da parte dell'assemblea, ove non sia diversamente previsto, ogni azione attribuisce un numero di voti pari al numero di amministratori da eleggere e ciascun socio può cumulare solo su uno o più candidati i voti complessivamente spettanti alla partecipazione sociale. Risultano eletti i candidati che hanno ottenuto il maggior numero di voti. 3. Le candidature possono essere presentate dal consiglio di amministrazione e dai soci che detengono, anche congiuntamente, almeno l'uno per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto. Lo statuto può prevedere una percentuale inferiore. 4. Lo statuto, tenuto conto del sistema di elezione degli amministratori adottato, determina le condizioni e le modalità per consentire, se prevista, l'elezione di almeno uno dei candidati proposti da soci che non esercitano, anche congiuntamente, il controllo e che non sono soggetti a essi correlati. 5. Qualora la società abbia emesso azioni a voto plurimo o sia prevista la maggiorazione del diritto di voto, ovvero la società sia controllata da un socio pubblico e, in ogni caso, qualora lo statuto non preveda che il consiglio sia composto in maggioranza da amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall'articolo 148, comma 2, lo statuto dispone che sia eletto almeno uno dei candidati proposti da soci che non esercitano, anche congiuntamente, il controllo e che non sono soggetti a essi correlati. 6. Lo statuto può, altresì, prevedere la votazione di ciascun singolo candidato anche per i componenti del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza. Il presidente del collegio sindacale e un componente del consiglio di sorveglianza sono nominati dall'assemblea tra i candidati proposti da soci che non esercitano, anche congiuntamente, il controllo e che non sono soggetti a essi correlati. 7. Ai fini dell'applicazione dei commi 4, 5 e 6 si considerano correlati ai soci che esercitano il controllo, anche ove questi ultimi siano persone fisiche, i soci che si trovino in una delle condizioni rilevanti ai fini della definizione di parte correlata di cui ai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6 del regolamento (CE) 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002".

⁴ Occorre segnalare che il Decreto è intervenuto anche sulla disciplina generale delle operazioni con parti correlate prevista dall'articolo 2391-bis del codice civile. Si riporta di seguito (con evidenza delle modifiche) il nuovo testo del comma 3 del citato articolo: "La Consob, nel definire i principi indicati nel primo comma, individua, in conformità all'articolo 9 quater della direttiva 2007/36/CE, almeno:

a) le soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate tenendo conto di indici quantitativi legati al controvalore dell'operazione o al suo impatto su uno o più parametri dimensionali della società. La Consob può individuare anche criteri di rilevanza che tengano conto della natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata; b) regole procedurali e di

indici di rilevanza individuati nel regolamento Consob superi il 10%. In sostituzione dei presidi ordinari, è previsto un obbligo informativo periodico verso il consiglio di amministrazione e una specifica informativa in forma aggregata da fornire nella nota integrativa di bilancio⁵.

c) Le modifiche statutarie e il diritto di recesso

Preliminarmente, si rileva che il regime semplificato distingue tra:

- (i) le modifiche statutarie deliberate dall'Emittente di nuova quotazione per conformarsi alle nuove disposizioni, anteriormente alla presentazione al gestore del mercato della richiesta di ammissione alla quotazione, riconoscendo il diritto di recesso ai soci che non hanno concorso all'approvazione di tali modifiche;
- (ii) le ulteriori deliberazioni di modifica dello statuto assunte dall'Emittente successivamente alla quotazione, riconoscendo ai suddetti soci il diritto di recedere, salvo che l'Emittente abbia già esercitato l'opzione che gli consente di escludere in via statutaria l'applicazione dell'art. 2437 del codice civile (su cui si veda *infra*).

Inoltre, è previsto che, in caso di trasferimento delle negoziazioni delle azioni su un sistema multilaterale di negoziazione, la società possa conservare le clausole statutarie compatibili, ad eccezione di quella che esclude il diritto di recesso nelle ipotesi inderogabili previste dall'art. 2437, comma 1, del codice civile, a condizione che le azioni siano state negoziate sul mercato regolamentato per un periodo continuativo di almeno tre anni⁶.

trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società ovvero alla tipologia di società, nonché i casi di esenzione dall'applicazione, in tutto o in parte, delle predette regole. ((In aggiunta agli altri casi di esenzione, la Consob prevede in ogni caso che le procedure della società possano escludere dall'applicazione delle regole di cui al periodo precedente 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)); c) i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2391, e gli azionisti coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull'operazione”.

⁵ L'art. 154.5 del Tuf, rubricato “Operazioni con parti correlate”, prevede che: “1. Lo statuto può escludere in tutto o in parte l'applicazione delle procedure di cui all'articolo 2391-bis, terzo comma, lettera b), del codice civile anche in relazione a fattispecie di operazioni con parti correlate, definite sulla base delle soglie di rilevanza di cui all'articolo 2391, terzo comma, lettera a), del codice civile, ulteriori rispetto a quelle individuate dalla Consob ai sensi del medesimo articolo 2391-bis, terzo comma, lettera b), ultimo periodo. Deve essere garantita in ogni caso l'applicazione di tali procedure alle operazioni per le quali almeno uno degli indici quantitativi stabiliti dalla Consob ai sensi dell'articolo 2391-bis, terzo comma, lettera a), del codice civile, risulti superiore alla soglia di rilevanza del 10 per cento. 2. Fermi restando gli obblighi informativi di cui all'articolo 2391-bis, terzo comma, lettera b), del codice civile delle operazioni con parti correlate escluse ai sensi del comma 1, gli organi delegati danno informazione al consiglio di amministrazione con cadenza almeno semestrale”.

⁶ L'art. 154.2 del Tuf, rubricato “Ambito di applicazione”, prevede che: “1. Gli emittenti di nuova quotazione che intendano avvalersi della disciplina prevista dalle disposizioni di cui alla presente sezione modificano lo statuto in conformità alle medesime disposizioni anteriormente alla presentazione al gestore del mercato della richiesta di ammissione delle azioni alla negoziazione. Ai soci che non concorrono all'approvazione della deliberazione spetta il diritto di recesso: si applicano gli articoli 2437-bis, 2437-ter e 2437-quater del codice civile. Le deliberazioni assembleari adottate ai sensi del presente articolo producono effetto a partire dal primo giorno di ammissione delle azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano. 2. Gli emittenti di nuova quotazione possono modificare ulteriormente lo statuto in conformità alla disciplina prevista dalla presente

Ciò premesso, l'art. 154.4 del Tuf, rubricato “*Modifiche dello statuto e diritto di recesso*”⁷, stabilisce, al comma 1, che l'autonomia statutaria possa prevedere maggioranze più agevoli per l'approvazione delle deliberazioni che comportano modifiche statutarie. Nello specifico, tali deliberazioni possono essere assunte, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale sociale rappresentato in assemblea (in luogo dell'ordinario *quorum* deliberativo di due terzi), fermi restando i *quorum* costitutivi previsti dal codice civile. Tale facoltà è esclusa per le società che abbiano emesso azioni a voto plurimo o previsto la maggiorazione del voto.

Inoltre, la medesima disposizione, al comma 2, consente all'autonomia statutaria di escludere l'applicazione dell'art. 2437, comma 1, del codice civile, che prevede fattispecie inderogabili di recesso⁸, facendo salvo “*il diritto di recesso dei soci che non hanno concorso a deliberazioni riguardanti la modifica della clausola dell'oggetto sociale quando altera in modo rilevante il rischio d'impresa*”. Tuttavia, il comma 3 chiarisce che il diritto di recesso può essere escluso anche in tale ultima ipotesi, qualora la relativa deliberazione di modifica statutaria sia approvata dall'assemblea straordinaria con il meccanismo del c.d. *whitewash* – ovvero 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 dieci per cento*”; al riguardo, la norma attribuisce alla Consob il potere di determinare i criteri applicativi per l'individuazione dei “*soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento*” [enfasi aggiunta; n.d.a.].

sezione anche successivamente all'ammissione delle azioni alla negoziazione. Salvo che l'emittente abbia esercitato l'opzione prevista dall'articolo 154.4, comma 2, ai soci che non concorrono all'approvazione di tali deliberazioni spetta il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile. Si applicano gli articoli 2437-bis, 2437-ter e 2437-quater del codice civile. 3. La Consob pubblica e aggiorna tempestivamente, tramite il proprio sito internet, l'elenco degli emittenti di cui al comma 1. 4. Gli emittenti di nuova quotazione che abbiano esercitato l'opzione di cui al comma 1 e abbiano successivamente richiesto e ottenuto il trasferimento delle negoziazioni delle proprie azioni su un sistema multilaterale di negoziazione ai sensi dell'articolo 133, comma 1-bis, possono conservare le modifiche statutarie adottate in conformità alla disciplina di cui alla presente sezione, se compatibili con le regole del sistema multilaterale di destinazione, a eccezione di quelle di cui all'articolo 154.4, comma 2, a condizione che le loro azioni siano state negoziate sul mercato regolamentato per un periodo continuativo non inferiore a tre anni”.

⁷ L'art. 154.4 del Tuf, rubricato “*Modifiche dello statuto e diritto di recesso*”, prevede che: “1. Ferme restando le disposizioni del codice civile con riguardo alla regolare costituzione dell'assemblea straordinaria, lo statuto può prevedere che le deliberazioni che importano modifiche dello statuto siano assunte, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea, salvo il caso in cui sono state emesse azioni a voto plurimo ovvero sia prevista la maggiorazione del diritto di voto. 2. Lo statuto può escludere l'applicazione del primo comma dell'articolo 2437 del codice civile, salvo il diritto di recesso dei soci che non hanno concorso a deliberazioni riguardanti la modifica della clausola dell'oggetto sociale quando altera in modo rilevante il rischio d'impresa. 3. Il diritto di recesso può essere escluso anche nel caso previsto dal comma 2 qualora la deliberazione sia approvata dall'assemblea straordinaria con il voto favorevole della maggioranza dei soci, 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, individuati secondo i criteri applicativi determinati dalla Consob con regolamento”.

⁸ Il suddetto articolo 2437 c.c. prevede, al comma 1, che: “Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti: a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società; b) la trasformazione della società; c) (lettera soppressa dal d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19); d) la revoca dello stato di liquidazione; e) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto; f) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso; g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione”.

Il Decreto attuativo della riforma del mercato dei capitali, attraverso una norma transitoria (cfr. articolo 16)⁹, ha esteso la facoltà di avvalersi del regime semplificato anche a società già quotate che rientrano nella categoria delle PMI¹⁰, a condizione che non abbiano superato il limite della capitalizzazione di mercato di 1 miliardo di euro, previsto dall'art. 1 comma 1, lettera w-quater.1), del Tuf, nei tre esercizi precedenti l'entrata in vigore del Decreto (29 aprile 2026) e che non lo superino neppure al momento dell'*opt-in* statutario. Il termine per l'esercizio della facoltà di adeguare lo statuto al regime semplificato è di due anni dall'adozione del regolamento della Consob (cfr. *infra*), ferma restando la possibilità di apportare ulteriori modifiche decorso tale termine. Analogamente agli Emittenti di nuova quotazione, le PMI quotate possono conservare le clausole compatibili in caso di *downlisting*, ad eccezione di quella che esclude il recesso nelle ipotesi inderogabili previste dal codice civile.

In particolare, la deliberazione di adeguamento dello statuto alle disposizioni del regime semplificato deve essere assunta anche con il meccanismo del c.d. *whitewash*, ovvero 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 dieci per cento*”. Tale meccanismo viene “mitigato” dalla previsione secondo la quale, pur in assenza del predetto presupposto, “*la deliberazione si intende comunque approvata ove i soci che hanno espresso voto contrario non rappresentino, anche congiuntamente, almeno il dieci per cento del capitale sociale*”. Inoltre, è riconosciuto il diritto di recesso ai soci che non concorrono all'approvazione della suddetta deliberazione di adeguamento al regime semplificato.

Anche in tal caso la disposizione attribuisce al potere regolamentare della Consob di determinare i criteri applicativi per l'individuazione dei “soci che detengono, anche congiuntamente, la

⁹ L'art. 16 del d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, rubricato “*Disposizioni transitorie relative agli emittenti di nuova quotazione e a emittenti PMI*”, ai commi da 2 a 5, prevede che: “2. *Le piccole e medie imprese di cui all'articolo 1, comma 1, lettera w-quater.1), del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, che non abbiano superato il limite di capitalizzazione ivi previsto nei tre esercizi precedenti quello di entrata in vigore del presente decreto possono, a decorrere da tale data, modificare lo statuto in conformità alle disposizioni di cui alla parte IV, titolo III, capo II, sezione IV.1, del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, a condizione che non superino il suddetto limite di capitalizzazione al momento della modifica dello statuto e le relative deliberazioni siano assunte anche 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 dieci per cento, individuati secondo i criteri applicativi determinati dalla Consob con regolamento, da adottarsi entro tre mesi dalla data di entrata in vigore del presente decreto. Anche qualora consti il voto contrario della maggioranza dei soci di cui al primo periodo, la deliberazione si intende comunque approvata ove i soci che hanno espresso voto contrario non rappresentino, anche congiuntamente, almeno il dieci per cento del capitale sociale. Ai soci che non concorrono all'approvazione della deliberazione spetta il diritto di recesso: si applicano gli articoli 2437-bis, 2437-ter e 2437-quater, del codice civile. 3. Le modifiche dello statuto di cui al comma 1 devono essere adottate entro due anni dall'adozione del regolamento di cui al comma 2, ferma restando la possibilità di modificare ulteriormente lo statuto in conformità alla disciplina prevista dalla parte IV, titolo III, capo II, sezione IV.1, del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, anche successivamente al decorso di tale termine. 4. La Consob pubblica e aggiorna tempestivamente, tramite il proprio sito internet, l'elenco degli emittenti di cui al comma 2. 5. Alle società che abbiano esercitato l'opzione di cui al comma 2 e successivamente richiesto e ottenuto il trasferimento delle negoziazioni delle proprie azioni su un sistema multilaterale di negoziazione ai sensi dell'articolo 133, comma 1-bis, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, trova applicazione quanto previsto dall'articolo 154.2, comma 4, del medesimo testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998”.*

¹⁰ La Consob ha da ultimo nel gennaio u.s. pubblicato l'elenco delle PMI al 31 dicembre 2025 <https://www.consob.it/web/area-pubblica/emittenti-quotati-pmi>.

partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento” [enfasi aggiunta, n.d.a.].

La Consob pubblica sul proprio sito *internet* l’elenco degli Emittenti di nuova quotazione e delle PMI quotate che si sono avvalse del regime semplificato.

2.1 FUNZIONE DEL MECCANISMO DEL *WHITEWASH*

Come anticipato, gli articoli 154.4, comma 3, del Tuf e 16, comma 2, del Decreto attribuiscono alla Consob il potere di definire i criteri applicativi per l’individuazione dei “*soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento*”, ai fini dell’applicazione del meccanismo del c.d. *whitewash*.

Il presidio del *whitewash* è già presente nella regolamentazione Consob; in particolare è stato per la prima volta introdotto nel Regolamento in materia di operazioni con parti correlate¹¹ nonché, successivamente, nel Regolamento Emittenti nell’ambito delle “*Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*”¹². In tale ultimo contesto il meccanismo opera con riferimento al regime delle azioni proprie ai fini del calcolo della partecipazione rilevante per l’OPA obbligatoria¹³ nonché, seppur con

¹¹ In particolare, detto Regolamento Consob prevede, sin dalla sua entrata in vigore nel 2010, all’art. 11, comma 3, un meccanismo di *whitewash* con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate di competenza assembleare sulle quali vi sia stato un parere negativo del comitato di amministratori indipendenti (analogo meccanismo può essere previsto dallo statuto per l’autorizzazione assembleare al compimento di operazioni di maggiore rilevanza di competenza consiliare che abbiano ricevuto parere negativo). A differenza delle analoghe previsioni del Regolamento Emittenti, il meccanismo di *whitewash* previsto dalla suddetta disciplina non prevede la “sterilizzazione” di soci titolari (anche congiuntamente) di partecipazioni di maggioranza bensì di quei soci controparti dell’operazione e dei soggetti “correlati” agli stessi e all’emittente, come definiti dal Regolamento medesimo. In particolare, all’art. 11, comma 3, è previsto che: “Qualora, in relazione a un’operazione di maggiore rilevanza, la proposta di deliberazione da sottoporre all’assemblea sia approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, contengono regole volte ad impedire il compimento dell’operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all’operazione. Le procedure possono prevedere che il compimento dell’operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento” [enfasi aggiunta, n.d.a.]. Si noti che l’art. 3, comma 1, lett. l) definisce “soci non correlati” come “i soggetti ai quali spetta il diritto di voto diversi dalla controparte di una determinata operazione e dai soggetti correlati sia alla controparte di una determinata operazione sia alla società” (la definizione di parti correlate è quella dello IAS 24 altresì riportata in Appendice al citato Regolamento, cfr. “*Definizioni di Parti Correlate e Operazioni con Parti Correlate e definizioni ad esse funzionali secondo i principi contabili internazionali*”).

¹² In talune Comunicazioni Consob sono forniti orientamenti sull’identificazione dei soci che possono votare secondo il meccanismo del *whitewash* (quali, “i soci indipendenti”, “gli independent shareholders” e “gli azionisti di minoranza”). Cfr. rispettivamente: (i) la Comunicazione n. DCG/12080915 dell’11-10-2012 <https://www.consob.it/documents/1912911/1984303/c12080915.pdf/8e65a439-cca9-4dbb-ece9-cc0be51361a6>; (ii) la Comunicazione n. 0292347 del 16 febbraio 2022 <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-comunicazione-quesito-n.-0292347>; (iii) la Comunicazione n. 0054917 dell’8 giugno 2023 <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-comunicazione-quesito-n.-0054917>.

¹³ L’art. 44-bis del Regolamento Emittenti, rubricato “*Regime delle azioni private del diritto di voto*” recita: “1. Le azioni proprie detenute dall’emittente, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell’articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter e 3, lettera b), del Testo unico. 2. Il comma 1 non si applica nel caso in cui il superamento delle soglie indicate nell’articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter e 3, lettera b), del Testo unico, consegua ad acquisti di azioni proprie, effettuati, anche indirettamente, da parte dell’emittente in esecuzione di una delibera che, fermo quanto previsto dagli articoli 2368 e 2369 del codice civile, sia stata approvata 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. (...)” [enfasi aggiunta, n.d.a.].

formulazioni leggermente diverse (i.e.: in luogo di “voto favorevole” viene riportata la locuzione “senza il voto contrario”), in relazione alle ipotesi in materia di esenzioni dall’OPA obbligatoria collegate a talune situazioni di crisi aziendale¹⁴ ovvero conseguenti ad operazioni di fusione o scissione. In quest’ultimo caso il riferimento normativo non è alla detenzione “congiunta”, bensì ai “soci che detengono, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento”¹⁵.

Sempre sull’argomento in esame, va rilevato che il Decreto attuativo della riforma del mercato dei capitali ha introdotto, nell’ambito della disciplina dell’OPA obbligatoria, l’art. 112-bis del Tuf, recante la procedura dell’ “Acquisto totalitario su autorizzazione dei soci”, che contiene un ulteriore caso di *whitewash*, ove, ai fini dell’aggregazione delle partecipazioni, si fa espressamente riferimento al “socio che abbia presentato la proposta e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, se già azionisti della società” e ai “soci che detengano, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore a un decimo del capitale sociale”¹⁶.

La citata riforma ha modificato, altresì, la disciplina dell’ “azione di concerto”, trasformando le ipotesi qualificate in termini di presunzione assoluta dal previgente art. 101-bis, comma 4-bis del Tuf, in presunzioni relative e, quindi, ammettendo la possibilità di fornire la prova contraria¹⁷.

¹⁴ L’art. 49 del Regolamento Emittenti, rubricato “Esenzioni”, recita: “1. L’obbligo di offerta previsto dall’articolo 106 non sussiste se: (...); 3) in presenza di una situazione di crisi, non riconducibile a una delle situazioni descritte ai numeri 1) e 2), purché: (i) qualora l’operazione sia di competenza dell’assemblea anche ai sensi dell’articolo 2364, comma 1, numero 5, del codice civile, la relativa delibera, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, sia approvata, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dall’acquirente, dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento” [enfasi aggiunta, n.d.a.].

¹⁵ L’art. 49, comma 1, lett. g), del Regolamento Emittenti prevede altresì che: “1. L’obbligo di offerta previsto dall’articolo 106 non sussiste se: (...); g) è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate con delibera assembleare della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e dal socio o dai soci che detengono, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento” [enfasi aggiunta, n.d.a.].

¹⁶ L’art. 112-bis, comma 5, del Tuf recita: “L’assemblea straordinaria delibera la cessione delle azioni che rappresentano l’intero capitale sociale all’acquirente individuato dall’organo amministrativo ai sensi del comma 3 anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell’emittente, presenti in assemblea, diversi:
a) dal socio che abbia presentato la proposta e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, se già azionisti della società;
b) 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” [enfasi aggiunta, n.d.a.].

¹⁷ Il vigente art. 101-bis del Tuf, rubricato “Definizioni e ambito applicativo” prevede, al 4-bis, che: “I soggetti di seguito indicati si presumono persone che agiscono di concerto, ai sensi del comma 4, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui al medesimo comma 4:

- a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d);
- b) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate;
- c) le società sottoposte a comune controllo;
- d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali”.

La “definizione di controllo” di controllo è prevista dall’art. 93 del Tuf come segue: “1. Nella presente parte sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate nell’articolo 2359, primo comma, numeri 1 e 2, del codice civile, anche: a) le imprese, italiane o estere, su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un’influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole; b) le imprese, italiane o estere, su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria. 2. Ai

2.2 ESIGENZE SOTTESE ALL'INTERVENTO REGOLAMENTARE

Alla luce di tale quadro, si può preliminarmente rilevare che l'attuale ordinamento prevede più criteri di possibile aggregazione delle partecipazioni riferibili al socio controllante ai fini del *whitewash* a seconda della disciplina rilevante (parti correlate, OPA) e che in materia di OPA il criterio prevalente sia quello dell'azione di concerto.

Ciò posto, la soluzione regolamentare afferente al caso di specie deve tenere conto del contesto e delle caratteristiche in cui essa sarà chiamata ad operare e dovrà bilanciare diverse esigenze individuabili nella necessità di:

- i) assicurare un'effettiva tutela degli azionisti di minoranza;
- ii) garantire il corretto funzionamento del mercato;
- iii) preservare la certezza del diritto;
- iv) individuare criteri oggettivi e facilmente verificabili per la "neutralizzazione del voto";
- v) contenere i costi di *compliance* per gli emittenti e gli oneri di vigilanza per la Consob.

Coerentemente con i predetti obiettivi, anticipando in questa sede gli esiti delle valutazioni sulle possibili opzioni regolamentari, si svolgono le seguenti considerazioni.

Al fine di individuare delle fattispecie facilmente verificabili che non richiedano valutazioni discrezionali, si ritiene preferibile non fare riferimento alla nozione di "soggetti correlati" di cui alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate - finalizzata alla correttezza anche sostanziale delle operazioni in potenziale conflitto di interessi - in quanto si tratta di una nozione molto ampia, che rinvia ai principi contabili internazionali con definizioni di carattere generale e casistiche non chiuse ma esemplificative, e funzionale alla predetta specifica finalità.

Del pari, rispetto alla definizione di "persone che agiscono di concerto" di cui alla disciplina dell'OPA obbligatoria, non si ritiene opportuno fare un rinvio integrale alla definizione di carattere generale prevista dall'art. 101-bis, commi 4, del Tuf¹⁸, per le seguenti considerazioni.

Al riguardo, si evidenzia che, come già anticipato, la recente riforma ha introdotto, nell'ambito della nuova disciplina dell'"*Acquisto totalitario su autorizzazione dei soci*", prevista dall'art. 112-bis del Tuf, un'altra ipotesi di *whitewash* che fa espressamente riferimento alla nozione di "*persone che agiscono di concerto*".

Pertanto, ove avesse voluto, il legislatore avrebbe potuto fare espresso riferimento alle "*persone che agiscono di concerto*" anche per le norme di cui trattasi, invece di attribuire una delega

fini del comma 1 si considerano anche i diritti spettanti a società controllate o esercitati per il tramite di fiduciari o di interposte persone; non si considerano quelli spettanti per conto di terzi".

¹⁸ Secondo cui: "Per "persone che agiscono di concerto" si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad ((**acquisire o rafforzare**)) il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio".

regolamentare alla Consob per individuare i soggetti che “detengono congiuntamente” la partecipazione di maggioranza anche relativa. Di conseguenza, si ritiene che la Consob sia stata delegata a individuare delle fattispecie più puntuali di soggetti che possono essere ritenuti detentori congiunti della partecipazione da “neutralizzare” per il corretto funzionamento delle procedure di *whitewash* previste dagli articoli 154.4, comma 3, del Tuf e 16, comma 2, del Decreto.

Inoltre, si osserva che, nel definire le opzioni regolatorie da considerare per l’individuazione della nozione di “detenzione congiunta”, non si può non tener conto della differenza tra il contesto dell’OPA obbligatoria e quello delle deliberazioni assembleari oggetto della presente delega regolamentare.

In particolare, si rileva che per l’OPA obbligatoria è previsto un procedimento amministrativo caratterizzato da ampi e incisivi poteri di vigilanza diretta della Consob sullo svolgimento dell’operazione, tenuto conto degli effetti di “*change of control*” da essa derivanti e, dunque, della necessità di assicurare parità di trattamento agli azionisti della società *target*, nonché il diritto di cedere le loro azioni ad un prezzo equo¹⁹. In questo contesto, l’accertamento ai fini del *whitewash* di fattispecie più ampie – quale la nozione generale di concerto prevista dall’art. 101-*bis*, comma 4, Tuf e mutuata dalla Direttiva UE in materia di offerte pubbliche di acquisto - può essere oggetto dell’attività di vigilanza svolta dalla Consob nel contesto dell’OPA con poteri più incisivi²⁰.

¹⁹ In particolare, tale procedimento: (i) è preceduto dalla comunicazione al pubblico prevista dall’art. 102 del Tuf sugli elementi principali dell’offerta e i programmi dell’offerente in merito alla società *target*; (ii) prende avvio dal deposito del documento di offerta sottoposto all’approvazione della Consob; (iii) si conclude in un periodo di 15 giorni (salvo sospensione dei termini per ulteriori 15 giorni laddove vi siano gravi carenze informative) con una delibera della Consob che lo approva se esso è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un giudizio con cognizione di causa sull’offerta. La Consob può, *inter alia*, a partire dalla diffusione della comunicazione ex art. 102 del Tuf sino ad un anno dalla chiusura dell’offerta, esercitare poteri di vigilanza nei confronti: delle “parti interessate”, come definite dall’art. 101-*bis*, comma 4-*quater* del Tuf (ovvero “l’offerente, l’emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo con essi, le società ad essi collegate, i componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo, i soci dell’offerente o dell’emittente aderenti a uno dei patti oggetto di comunicazione ai sensi dell’articolo 122 nonché coloro che operano di concerto con l’offerente o l’emittente”); dell’intermediario incaricato di raccogliere le adesioni; di chiunque appaia informato sui fatti. Inoltre, la Consob, in pendenza dell’offerta, dispone di poteri interdittivi e, in particolare, può: (i) sospenderla in via cautelare in caso di fondato sospetto di violazione delle norme che la disciplinano o nel caso in cui intervengano fatti nuovi tali da non consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull’offerta; (ii) dichiararla decaduta ove sia accertata la violazione delle predette norme [enfasi aggiunta; n.d.a.].

²⁰ Si evidenzia che, anche con riferimento alla procedura di acquisto totalitario su autorizzazione dei soci, l’art. 112-*bis* del Tuf attribuisce alla Consob ampi poteri, tra i quali, quello regolamentare, di vigilanza informativa, di imposizione del prezzo in particolari circostanze, di adottare provvedimenti cautelari di sospensione e di decadenza della procedura di vendita. Nello specifico il suddetto articolo prevede, ai commi da 7 a 12, che: “7. *La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione del presente articolo. In particolare, la Consob disciplina con regolamento: a) il contenuto della comunicazione e del parere degli amministratori indipendenti di cui al comma 3, il contenuto della relazione illustrativa di cui al comma 4 e le relative modalità di pubblicazione; b) le garanzie di esatto adempimento che devono essere fornite dall’acquirente; c) 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; d) i presidi di correttezza e di trasparenza delle operazioni sulle azioni oggetto di cessione; e) 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 3. 8. In pendenza della procedura di vendita totalitaria la Consob può: a) sospenderla in via cautelare, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni del presente articolo o delle norme regolamentari; b) sospenderla, per un termine non superiore a trenta giorni, nel caso intervengano fatti nuovi o non resi noti in precedenza tali da non consentire ai destinatari di pervenire ad un giudizio informato sulla proposta; c) dichiararla decaduta, in caso di accertata violazione delle disposizioni o*

Diversamente, le delibere assembleari oggetto della presente delega regolamentare sono estranee alla materia delle OPA obbligatoria e, pertanto, i poteri dell'Autorità sono più limitati ed operano sul piano prevalentemente informativo ed eventualmente sanzionatorio, mentre lo scrutinio sulla validità delle delibere assembleari e dei conseguenti effetti è affidata al controllo degli organi endosocietari ed in caso di contestazioni, all'autorità giudiziaria.

Pertanto, sorge la necessità di ancorare la definizione di "detenzione congiunta" alla ricorrenza di criteri quanto più possibile oggettivi, automatici e facilmente verificabili. Tali criteri dovrebbero consentire l'individuazione delle partecipazioni da accorpate e neutralizzare ai fini del *whitewash*, senza richiedere valutazioni caso per caso che potrebbero generare incertezze interpretative e margini di opinabilità. Ciò allo scopo di soddisfare i predetti obiettivi di semplificazione e di riduzione dei costi di *compliance* per il rilancio del mercato dei capitali, sottesi alla riforma.

A tal fine si potrebbe far riferimento alle fattispecie di concerto di tipo oggettivo e facilmente verificabili, elencate nell'art. 101-*bis*, comma 4-*bis* del Tuf (i.e.: gli aderenti ad un patto parasociale ai sensi dell'art. 122 del Tuf, i soggetti in rapporto di controllo verticale o orizzontale, la società e i suoi esponenti aziendali), nonché a taluni dei rapporti familiari previsti dall'art. 44-*quater*, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti²¹.

delle norme indicate nella lettera a). 9. La Consob può imporre che l'acquisto avvenga a un prezzo superiore a quello determinato nella proposta anche se formulata ai sensi del comma 2, quando vi sia stata collusione tra il potenziale acquirente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più soci della società le cui azioni formano oggetto dell'acquisto, oppure nei casi in cui vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione. 10. Ai fini dell'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza sul rispetto delle disposizioni del presente articolo, la Consob esercita i poteri previsti dall'articolo 115, comma 1, lettere a) e b), nei confronti di chiunque appaia informato dei fatti. In caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni del presente articolo o delle norme regolamentari si applica l'articolo 187-*octies*. 11. In 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, ai potenziali acquirenti si applica l'articolo 114, commi 5 e 6. In particolare, la Consob può stabilire un termine entro il quale il potenziale acquirente deve rendere nota la decisione di formulare una proposta di acquisto. In caso di silenzio o di diniego, il potenziale acquirente non può presentare una proposta avente oggetto titoli del medesimo emittente nei successivi sei mesi. 12. Fermo restando quanto previsto dal titolo III, capo I, agli emittenti, agli acquirenti, alle persone che agiscono di concerto con essi, si applicano gli articoli 114, commi 5 e 6, e 115 dalla data della comunicazione prevista dal comma 3, e fino a sei mesi dal trasferimento delle azioni".

²¹ L'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti, rubricato "Persone che agiscono di concerto", prevede, al comma 1, che: "Si considerano persone che agiscono di concerto, salvo che provino che non ricorrono le condizioni previste dall'articolo 101-*bis*, comma 4, del Testo unico: a) un soggetto e il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente; b) un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente, ove tali consulenti o società appartenenti al loro gruppo, dopo il conferimento dell'incarico o nel mese precedente, abbiano effettuato acquisti di titoli dell'emittente al di fuori dell'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato".

3. DESCRIZIONE DELL'INTERVENTO REGOLAMENTARE

3.1 ARTICOLATO

Modifica regolamentare
Regolamento Emittenti
(...)
PARTE III
EMITTENTI
(...)
TITOLO V-BIS
ORGANI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO
(...)
Capo II-bis
EMITTENTI DI NUOVA QUOTAZIONE
Art. 144-sexiesdecies
(Criteri applicativi della detenzione congiunta)
1. Ai fini dell'articolo 154.4, comma 3, del Testo unico, si considerano “soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento”:
a) i soggetti previsti dall'articolo 101-bis, comma 4-bis, del Testo unico;
e) un soggetto e il coniuge, il convivente e i parenti in linea retta entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente.
2. I criteri individuati nel comma 1 trovano applicazione anche con riferimento alle deliberazioni di modifica dello statuto in conformità alle disposizioni di cui alla parte IV, titolo III, capo II, sezione IV.1, del Testo unico, assunte dalle piccole e medie imprese, secondo quanto previsto dall'articolo 16, comma 2, del decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47.

3.2 ANALISI PRELIMINARE DI IMPATTO REGOLAMENTARE

Nel corso delle attività istruttorie volte a determinare i criteri applicativi per l'individuazione dei rapporti potenzialmente riconducibili alla "detenzione congiunta" sono state analizzate definizioni, già presenti nel Tuf e nella relativa normativa secondaria di attuazione, non solo per la loro valenza sistemica ma anche per attingere da fattispecie già note e sperimentate dagli operatori del mercato. Come detto, sono state prese in esame la nozione generale di "*persone che agiscono di concerto*" e i casi di presunzione previsti dall'art. 101-bis, commi 4 e 4-bis, del Tuf e dall'art. 44-quater del Regolamento Emittenti, quella di "parti interessate" prevista dall'art. 101-bis, comma 4-quater, del Tuf e i vincoli di correlazione che individuano l'insieme delle parti correlate (cfr. IAS 24, riportato in Appendice al Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate).

Dalle analisi effettuate sono state individuate, anche tenuto conto del contributo fornito dal COMI, tre possibili opzioni regolatorie astrattamente percorribili, di seguito illustrate.

Opzione 1

La prima opzione delimita la portata semantica della "detenzione congiunta" a situazioni tipizzate e oggettivamente verificabili mutuate dalle fattispecie di "*persone che agiscono di concerto*" previste dall'art. 101-bis, comma 4-bis, del Tuf. Secondo tale approccio, che non prevede la possibilità di fornire prova contraria, al fine di un automatico accorpamento delle partecipazioni da neutralizzare secondo il meccanismo del *whitewash*, nella definizione di "detenzione congiunta" ricadrebbero:

- ✓ gli aderenti a patti parasociali elencati nell'articolo 101-bis, comma 4-bis, lettera a) del Tuf;
- ✓ i soggetti legati da rapporti di controllo, diretto o indiretto, ai sensi dell'articolo 93 del Tuf;
- ✓ le società sottoposte a comune controllo;
- ✓ la società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, o i direttori generali.

Opzione 2

La seconda opzione attribuisce alla “detenzione congiunta” un perimetro più ampio in quanto, ai fini di tale nozione, assumono rilevanza non solo i criteri applicativi rientranti nell’Opzione 1 ma anche talune fattispecie legate ai rapporti familiari già ritenute dalla normativa secondaria di attuazione del Tuf come indicative di situazioni di condizionamento tali da poter influire sulla determinazione dell’azionista nell’esercizio dei diritti sociali, tra i quali l’espressione del voto. In particolare, nell’ambito delle fattispecie familiari presuntive di concerto, previste dall’art. 44-*quater*, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti, sono stati selezionati i legami più stretti quali: un soggetto e il coniuge, il convivente e i parenti in linea retta entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente.

Diversamente, non sono stati selezionati i rapporti di consulenza finanziaria, previsti dall’art. 44-*quater*, comma 1, lett. b) del predetto Regolamento, in quanto fondati su accordi privatistici che richiederebbero una valutazione caso per caso e potrebbero dar luogo a incertezze interpretative, aprendo a margini di opinabilità. Tali rapporti, pertanto, sembrano incompatibili con l’esigenza di effettuare un accorpamento automatico delle partecipazioni da neutralizzare ai fini del *whitewash*.

Pertanto, nella definizione di “detenzione congiunta” ricadrebbero:

- ✓ gli aderenti a patti parasociali elencati nell’articolo 101-*bis*, comma 4-*bis*, lettera a) del Tuf;
- ✓ i soggetti legati da rapporti di controllo, diretto o indiretto, ai sensi dell’articolo 93 del Tuf;
- ✓ le società sottoposte a comune controllo;
- ✓ una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, o i direttori generali;
- ✓ un soggetto e il coniuge, il convivente e i parenti in linea retta entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente.

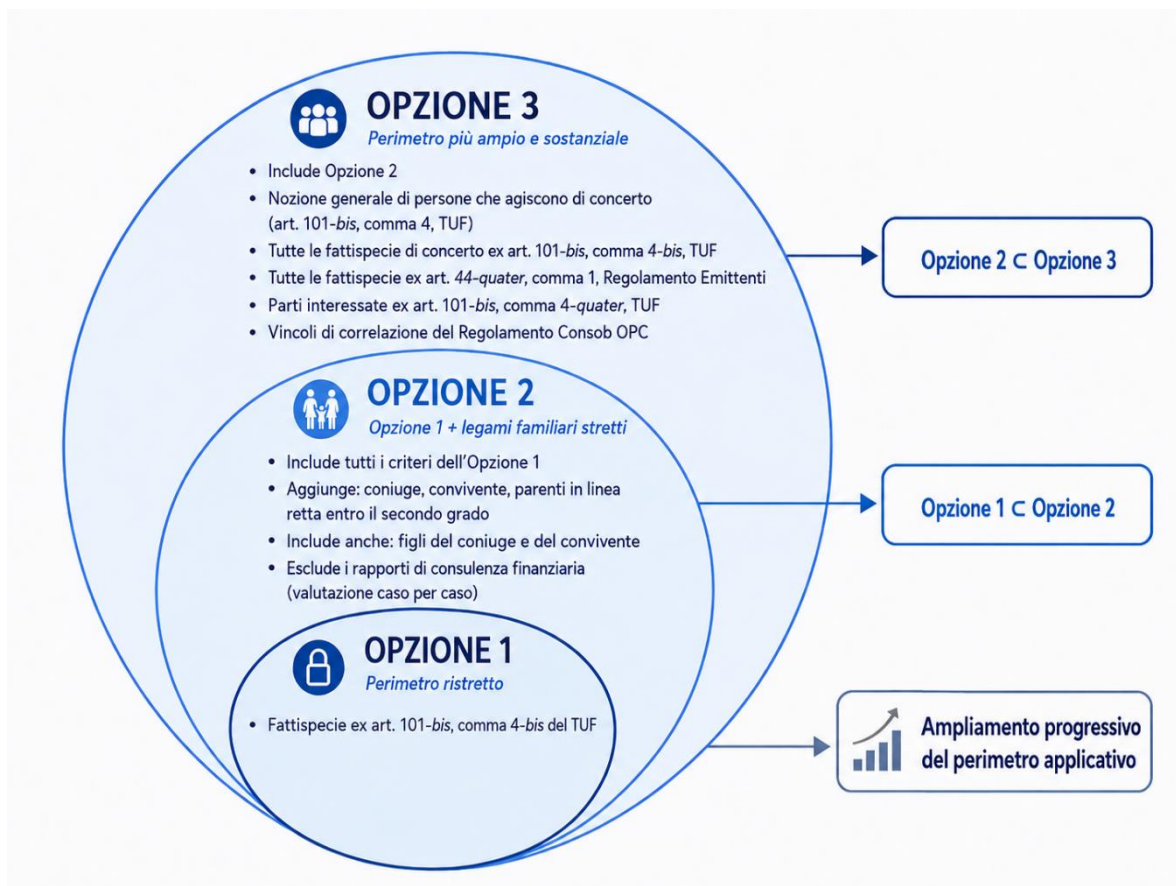
Opzione 3

La terza opzione estende l’ambito applicativo della “detenzione congiunta”, valorizzando una lettura più ampia dei rapporti tra i soci rilevanti ai fini dell’individuazione dei soggetti il cui voto deve essere neutralizzato ai fini dell’adozione delle delibere in esame.

Secondo tale approccio la nozione di “detenzione congiunta” comprenderebbe anche fattispecie caratterizzate da diverse tipologie di relazioni, presenti nel Tuf e nella regolamentazione

secondaria, quali: la nozione generale di “*persone che agiscono di concerto*” ai sensi dell’art. 101-*bis*, comma 4, del Tuf; tutte le fattispecie di concerto previste dall’ art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, del Tuf e dall’art. 44-*quater*, comma 1, del Regolamento Emittenti; la nozione di “*parti interessate*” prevista dal medesimo art. 101-*bis*, comma 4-*quater*, del Tuf che attribuisce rilevanza anche ai rapporti di collegamento (società collegate dell’emittente e dell’offerente e componenti degli organi di amministrazione e controllo delle suddette società); i vincoli di correlazione che individuano le parti correlate del socio (Cfr. Appendice al Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate).

Le relazioni di progressivo ampliamento tra le tre opzioni regolamentari sono sintetizzate nella figura che segue, dalla quale emerge che l’Opzione 1 costituisce il perimetro più ristretto, interamente ricompreso nell’Opzione 2, a sua volta ricompresa nell’Opzione 3.



3.3 COSTI-BENEFICI ATTESI

Le disposizioni in esame sono rivolte, in via principale, agli emittenti di nuova quotazione, ossia a società che intendano accedere alla negoziazione delle proprie azioni su un mercato regolamentato

italiano e avvalersi del regime speciale previsto nella Parte IV, Titolo III, Capo II, Sezione V.1 del Tuf.

La platea potenzialmente interessata presenta, pertanto, una dimensione fisiologicamente prospettica, in quanto comprende soggetti non ancora quotati e, come tali, non puntualmente identificabili *ex ante*. A tale ambito applicativo si aggiunge, nella fase transitoria, il distinto sottoinsieme delle PMI già quotate che, al ricorrere dei presupposti previsti dall'art. 16, comma 2, del Decreto attuativo della riforma del mercato dei capitali, intendano modificare lo statuto per accedere alla medesima disciplina.

Ai fini di una stima empiricamente fondata dei costi e dei benefici attesi, la seguente analisi si basa sulle evidenze emerse nell'ambito del Rapporto Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane 2024²², principale fonte informativa disponibile sugli emittenti italiani quotati su *Euronext Milan*²³. Il Rapporto consente, per quanto possibile, di ancorare le valutazioni d'impatto a evidenze osservabili e comparabili su assetti proprietari, *governance*, assemblee e operazioni con parti correlate. Pur non misurando direttamente la futura platea degli emittenti di nuova quotazione, tali dati costituiscono una *proxy* utile per valutare i possibili effetti della disciplina su emittenti con caratteristiche analoghe a quelle della platea regolata.

Dalla citata fonte emerge come alla fine del 2024 risultano 196 società italiane con azioni ordinarie quotate su *Euronext Milan*, per una capitalizzazione complessiva superiore a 644 miliardi di euro. Di queste, 135 sono PMI, pari al 68,9% del totale, pur rappresentando soltanto il 5,6% della capitalizzazione complessiva. Tale dato evidenzia che il regime transitorio può riguardare, in termini numerici, una porzione ampia del listino, ma concentrata su emittenti di dimensioni ridotte.

In relazione alla struttura delle società quotate sul listino principale risulta come la quota media detenuta dal primo azionista nelle società italiane quotate su *Euronext Milan* è pari al 48,2% del capitale. Tale quota è più elevata nelle PMI, dove raggiunge il 52,4%, rispetto al 38,9% delle società non PMI. Parallelamente, la quota media detenuta dal mercato è pari al 33,8% nelle PMI e al 47,9% nelle non PMI. Questi dati segnalano che le PMI quotate presentano assetti proprietari mediamente più concentrati e una minore quota di flottante, circostanza che può incidere sull'effettività del meccanismo di *whitewash*. In un contesto di elevata concentrazione proprietaria, infatti, la delimitazione dei soggetti le cui partecipazioni devono essere accorpate e neutralizzate assume rilievo decisivo per evitare che la deliberazione sia condizionata da soci portatori di interessi non pienamente allineati a quelli della minoranza.

²² Per maggiori dettagli si rinvia al testo integrale del Rapporto, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>.

²³ Si precisa che prossimamente sarà pubblicato il Rapporto Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane 2025. Le evidenze ivi contenute, esaminate ai fini della presente consultazione, risultano sostanzialmente coerenti con il quadro informativo utilizzato nell'Analisi di Impatto della Regolamentazione e non incidono sulle valutazioni e sulle conclusioni poste a fondamento delle opzioni regolatorie prospettate.

Analoga rilevanza assume il dato relativo al controllo familiare. Nel 2024 le società controllate da famiglie sono 118, pari al 60,2% del totale. La presenza del controllo familiare è ancora più marcata tra le PMI, dove riguarda 91 società, pari al 67,4% del relativo sottoinsieme, rispetto al 44,3% delle società non PMI.

Inoltre, gli amministratori riconducibili al controllo familiare, ossia azionisti di controllo o soggetti a essi collegati da rapporti di parentela, sono presenti in 118 società, pari al 57% del totale e a oltre il 90% delle società a controllo familiare, e rappresentano in media il 15% degli incarichi complessivi, percentuale che sale al 25% nelle imprese a controllo familiare²⁴. Tali evidenze confermano che, nel mercato italiano, i rapporti familiari e i legami tra proprietà e *governance* non costituiscono fattispecie marginali, ma elementi strutturali di una parte significativa degli emittenti, soprattutto di minori dimensioni.

Ulteriori indicazioni provengono dai meccanismi di rafforzamento del voto. A fine 2024, 72 emittenti hanno previsto il voto maggiorato in statuto, di cui 10 nella forma rafforzata; le società con azioni a voto plurimo sono 6. Tra gli emittenti con voto maggiorato, 49 sono PMI, pari al 68,1% del totale. Inoltre, le società che prevedono azioni a voto maggiorato e/o plurimo presentano una quota media del primo azionista pari al 56,2% e una partecipazione di controllo media pari al 58,3%, valori superiori a quelli delle società che non adottano tali strumenti. Tali dati sono rilevanti perché mostrano che i meccanismi di rafforzamento del voto si collocano frequentemente in contesti già caratterizzati da assetti proprietari concentrati; in tali contesti, la corretta individuazione del perimetro della “detenzione congiunta” incide direttamente sulla capacità del *whitewash* di funzionare come presidio effettivo della minoranza.

Anche le evidenze sulla titolarità di partecipazioni rilevanti da parte degli investitori istituzionali rappresentano un utile riferimento nella prospettiva del funzionamento dei meccanismi di *whitewash*. Infatti, le stesse evidenze sugli assetti proprietari a fine 2024 mostrano che gli investitori istituzionali sono nel complesso azionisti rilevanti nelle PMI con minor frequenza rispetto alle altre imprese quotate (24 PMI vs. 29 casi in altre società). Alcune differenze emergono nel confronto tra investitori domestici ed esteri: i primi, infatti, paiono privilegiare l’investimento in PMI (15 partecipazioni rilevanti detenute in 12 PMI vs. quattro in altrettante non PMI), mentre i secondi hanno investimenti più diversificati, con un maggior peso delle società a più elevata capitalizzazione (17 partecipazioni detenute in 16 PMI vs. 35 partecipazioni in 26 non PMI).

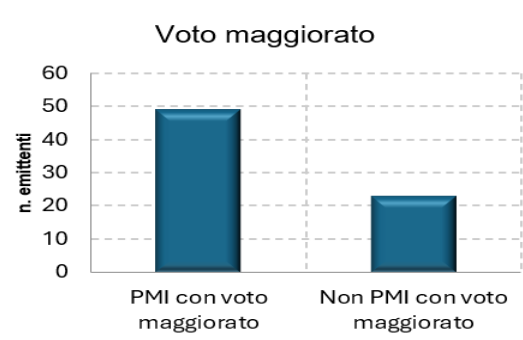
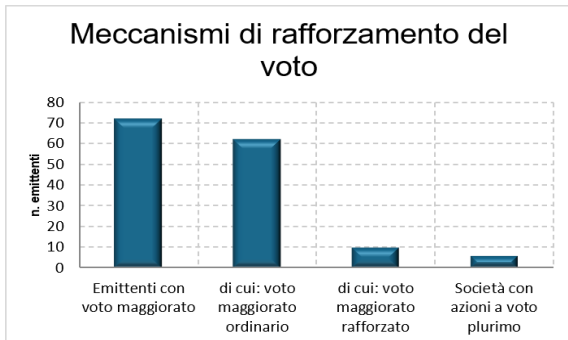
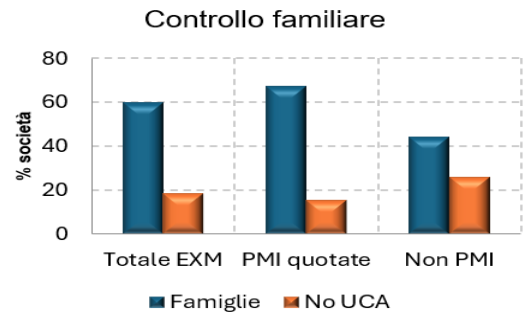
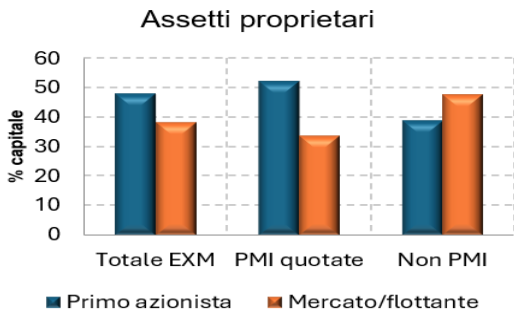
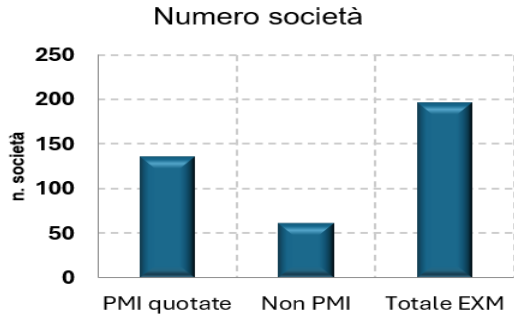
Tali dati assumono particolare rilievo nelle PMI, dove la struttura proprietaria più concentrata può rendere più sensibile la disciplina di neutralizzazione del voto dei soci rilevanti.

Le su menzionate evidenze sono di seguito sintetizzate.

²⁴ Le evidenze sulle caratteristiche degli amministratori descritte sono basate sull’analisi delle relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari pubblicate nel corso del 2024 e recanti le informazioni per l’esercizio 2023.

Indicatori chiave						
Emittenti EXM	PMI quotate	Capitalizzazione totale	PMI: quota capitalizzazione	Controllo familiare	Voto maggiorato	Partecipazione assembleare
196	135 (68,9%)	644,4 mld €	5,6%	118 (60,2%)	72	77,0%

Grafici di sintesi



Alla luce di tale quadro, le tre opzioni sopra delineate presentano impatti differenziati in relazione agli obiettivi dell'intervento. Nello specifico, vi è necessità di bilanciare semplicità applicativa, contenimento dei costi e certezza del diritto con l'effettività della tutela delle minoranze. Al riguardo, va considerato che un perimetro eccessivamente restrittivo della "detenzione congiunta" potrebbe ridurre l'efficacia del presidio del *whitewash*, specie in contesti caratterizzati da assetti proprietari concentrati e relazioni non formalizzate.

Pertanto, al fine di rendere maggiormente comparabili gli impatti delle diverse opzioni, l'analisi tiene conto delle principali categorie di costi e benefici rilevanti, distinguendo tra: (i) costi di *compliance* per gli emittenti; (ii) costi di transazione per gli investitori; (iii) costi di contenzioso e incertezza giuridica; (iv) costi e benefici di sistema, in termini di funzionamento del mercato e attrattività per la quotazione.

L'**Opzione 1**, fondata su fattispecie tipizzate e oggettivamente verificabili, assicura un elevato grado di certezza giuridica, consente una immediata applicazione della disciplina e riduce gli oneri per gli emittenti. Essa risponde pienamente all'esigenza di semplificazione, ma presenta il rischio di non intercettare tutte le situazioni di coordinamento sostanziale tra soci, specie in presenza di relazioni familiari.

In particolare, la limitazione a un numero ristretto di fattispecie tipizzate può determinare fenomeni di sotto-inclusione in contesti, come quello domestico, caratterizzati da assetti proprietari concentrati e relazioni non formalizzate tra soci. Tale rischio assume rilievo alla luce della struttura del mercato italiano, caratterizzato da una quota media del primo azionista pari al 48,2%, da una maggiore concentrazione nelle PMI, pari al 52,4%, e da un'incidenza significativa del controllo familiare, pari al 60,2% del totale degli emittenti e al 67,4% delle PMI. In tale contesto, un perimetro troppo ristretto potrebbe non cogliere alcune relazioni idonee a incidere sull'esercizio del voto, soprattutto nelle società di minori dimensioni.

L'**Opzione 2** amplia in modo mirato il perimetro dell'Opzione 1, includendo ulteriori fattispecie legate a rapporti familiari stretti; inoltre, preservando la prevedibilità e la semplicità applicativa al pari dell'Opzione 1, consente l'accorpamento automatico delle partecipazioni da neutralizzare. Tale ampliamento può essere significativo considerata la diffusione del controllo familiare nel mercato italiano (come detto, al 2024 gli emittenti a controllo familiare erano n. 118 pari a circa 60% del listino, percentuale che raggiunge il 67,4% tra le PMI), che trova una rappresentazione anche nella composizione degli organi di amministrazione (dove gli amministratori c.d. *family* sono presenti in 118 società, pari a oltre il 90% delle società a controllo familiare)²⁵. Tali elementi indicano che i rapporti familiari stretti non costituiscono un fenomeno episodico, ma una componente strutturale degli assetti proprietari e di *governance* del mercato italiano.

²⁵ Cfr. Rapporto 2024 sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-rcg/-/asset_publisher/D4UvV7Ug51WY/content/report-corporate-governance-2024/11973.

In termini di benefici, l'**Opzione 2** migliora l'effettività del meccanismo di *whitewash* rispetto all'Opzione 1, perché consente di intercettare le relazioni familiari che possono incidere sulla determinazione del voto, senza ricorrere a clausole generali o a valutazioni meramente discrezionali suscettibili di dare origine a dubbi applicativi. In termini di costi, l'opzione mantiene un livello di oneri contenuto, poiché le fattispecie considerate restano predeterminate e verificabili. Essa consente quindi un accorpamento automatico delle partecipazioni da neutralizzare, preservando la prevedibilità delle decisioni assembleari e riducendo il rischio di contenzioso rispetto a soluzioni fondate su valutazioni caso per caso. Per tali ragioni, l'**Opzione 2** appare idonea a realizzare un equilibrio più adeguato tra certezza del diritto, proporzionalità degli oneri e tutela sostanziale delle minoranze.

L'**Opzione 3** consente di ridurre maggiormente i rischi elusivi, estendendo la disciplina a ulteriori fattispecie caratterizzate da diverse tipologie di relazioni e alle parti correlate dei soci. Ciò rafforza la tutela delle minoranze, ma introduce margini di incertezza applicativa e comporta un aumento dei costi di *compliance*, derivante dalla necessità di effettuare valutazioni caso per caso sulla sussistenza di relazioni rilevanti tra soci che alla *record date* hanno comunicato la titolarità di azioni in vista dell'assemblea. Si tratta di relazioni (ad es. l'identità delle parti correlate di un socio) che non necessariamente sono note agli emittenti e il cui esame difficilmente si concilia con le tempistiche di organizzazione e svolgimento dei lavori assembleari.

Pertanto, l'**Opzione 3** comporta costi applicativi più elevati sia in termini di maggiori costi di *compliance*, che di possibili inconciliabilità con le tempistiche proprie dei procedimenti assembleari. Tali costi risultano particolarmente rilevanti nel contesto assembleare, nel quale – a differenza delle operazioni soggette alla disciplina dell'OPA in cui la Consob può intervenire con provvedimenti interdittivi che incidono direttamente sull'offerta - l'Autorità non dispone di poteri diretti di intervento sul procedimento deliberativo, con conseguente maggiore esposizione a contenzioso *ex post* e incertezza sulla validità delle deliberazioni. L'estensione ad ulteriori fattispecie caratterizzate da diverse tipologie di relazioni potrebbe, inoltre, essere considerata non pienamente rispondente al tenore letterale della delega regolamentare della Consob, che si riferisce a una più circoscritta e differente nozione di "detenzione congiunta".

Sotto il profilo dei benefici, tutte le opzioni contribuiscono, in diversa misura, a garantire il corretto funzionamento del meccanismo di *whitewash*. Le differenze emergono in termini di intensità della tutela sostanziale dei soci di minoranza e del grado di prevedibilità delle conseguenze delle deliberazioni assembleari.

L'**Opzione 1** presenta benefici elevati in termini di riduzione dei costi operativi e di certezza delle regole, ma benefici più limitati sotto il profilo della tutela sostanziale. In termini di costi, tale opzione comporta un livello minimo di oneri di *compliance*, in quanto si fonda su criteri oggettivi e facilmente verificabili, che non richiedono valutazioni caso per caso né il ricorso sistematico a consulenze legali specialistiche.

L’**Opzione 2** consente di ottenere un equilibrio tra costi e benefici, mantenendo un buon livello di certezza e, al contempo, migliorando la capacità della disciplina di intercettare situazioni di coordinamento sostanziale.

L’**Opzione 3** offre benefici significativi in termini di effettività della disciplina, ma comporta costi più elevati e una minore prevedibilità complessiva.

3.4 OPZIONE PREFERIBILE

Alla luce delle considerazioni che precedono, l’**Opzione 2** appare la più idonea a realizzare un bilanciamento equilibrato tra le diverse esigenze sottese all’intervento regolamentare.

Tale soluzione consente di coniugare l’esigenza di semplificazione e contenimento dei costi di *compliance*, propria della riforma, con la necessità di garantire un adeguato livello di effettività del presidio del *whitewash*, riducendo il rischio di fenomeni elusivi.

In particolare, l’**Opzione 2** assicura:

- un livello elevato di prevedibilità *ex ante* e di certezza del diritto, grazie al ricorso a criteri oggettivi;
- un contenimento degli oneri per gli emittenti, in quanto le verifiche richieste rimangono circoscritte a fattispecie tipizzate e già da tempo ampiamente applicate nell’ordinamento domestico;
- una maggiore tutela sostanziale degli azionisti di minoranza rispetto all’Opzione 1, attraverso l’inclusione di ulteriori ipotesi rilevanti di coordinamento per tener conto della rilevanza dei rapporti familiari nel mercato italiano;
- una riduzione dei rischi di contenzioso e di incertezza applicativa rispetto all’Opzione 3.

In quanto idonea a tener conto di istanze di tutela senza introdurre elementi di eccessiva discrezionalità, l’**Opzione 2** appare complessivamente coerente con i principi di proporzionalità, efficienza regolamentare e buon funzionamento del mercato, risultando la soluzione più idonea a garantire un adeguato equilibrio tra esigenze di semplificazione, tutela degli investitori e stabilità del quadro applicativo.

	Costi di <i>compliance</i>	Costi di transazione	Incertezza	Efficacia <i>whitewash</i>	Attrattività sistema
Opzione 1	+++	+++	+++	-	++
Opzione 2 ✓	++	++	++	+++	+++
Opzione 3	--	-	--	+++	-

ALLEGATO 1

QUESITI

PROPOSTE DI MODIFICA AL REGOLAMENTO EMITTENTI PER LA DEFINIZIONE DELLA DETENZIONE CONGIUNTA AI SENSI DEGLI ARTICOLI 154.4, COMMA 3, DEL TUF E 16, COMMA 2, DEL DECRETO LEGISLATIVO 27 MARZO 2026, N. 47

Quesiti	Osservazione
<p>Q.1. Si condivide l'impostazione complessiva dell'intervento regolamentare proposto, con particolare riguardo alla scelta di individuare la nozione di detenzione congiunta mediante criteri applicativi oggettivi e predeterminati, idonei a consentire l'accorpamento automatico delle partecipazioni rilevanti ai fini del meccanismo di <i>whitewash</i>?</p> <p>In particolare, si chiede di formulare osservazioni in merito all'idoneità dell'approccio proposto a contemperare le esigenze di certezza del diritto, semplificazione degli adempimenti per gli emittenti, tutela degli azionisti di minoranza e prevenzione di possibili fenomeni elusivi.</p>	
<p>Q.2. Si condivide la preferenza per l'Opzione 2, che estende la nozione di detenzione congiunta, oltre alle fattispecie riconducibili agli aderenti a patti parasociali, ai rapporti di controllo, alle società sottoposte a comune controllo e ai rapporti tra società ed esponenti aziendali, anche a taluni rapporti familiari</p>	

Quesiti	Osservazione
<p>stretti, con particolare riguardo al coniuge, al convivente e i parenti in linea retta entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente?</p> <p>In particolare, si chiede di formulare osservazioni in merito all' idoneità di tale opzione ad assicurare l'effettività del presidio del <i>whitewash</i>, preservando al contempo la prevedibilità applicativa della disciplina.</p>	
<p>Q.3. Si condivide il perimetro dei rapporti familiari individuati ai fini della nozione di detenzione congiunta, con particolare riferimento all'inclusione del coniuge, del convivente, dei parenti in linea retta entro il secondo grado, nonché dei figli del coniuge e del convivente?</p> <p>In particolare, si chiede di formulare osservazioni in merito all'adeguatezza di tale perimetro rispetto agli obiettivi della disciplina, indicando se lo stesso debba essere modificato, ampliato o circoscritto, anche tenendo conto delle fattispecie previste dall'art. 44-<i>quater</i>, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti, che contempla altresì gli affini e i parenti in linea collaterale entro il secondo grado.</p>	
<p>Q.4. Si ritiene che i criteri applicativi proposti consentano agli emittenti di individuare, con sufficiente certezza e tempestività, i soci le cui partecipazioni devono essere accorpate e neutralizzate ai fini del meccanismo di <i>whitewash</i>?</p> <p>In particolare, si chiede di segnalare eventuali profili di incertezza interpretativa o criticità applicativa connessi all'acquisizione delle informazioni necessarie, alle tempistiche assembleari, alla <i>record date</i> e alla gestione delle comunicazioni degli intermediari e degli azionisti, anche con</p>	

Quesiti	Osservazione
<p>riguardo agli oneri applicativi per gli emittenti di nuova quotazione e per le PMI quotate che intendano accedere al regime semplificato.</p> <p>Si chiede, altresì, se la formulazione dell'articolato regolamentare sia idonea a ridurre il rischio di contestazioni in sede assembleare o giudiziale in merito alla corretta individuazione dei soci il cui voto deve essere neutralizzato ai fini del <i>whitewash</i>.</p>	
<p>Q.5. Si condivide la scelta di non includere, tra i criteri applicativi della detenzione congiunta, i rapporti di consulenza finanziaria previsti dall'art. 44-<i>quater</i>, comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti?</p> <p>In particolare, si chiede di formulare osservazioni in merito alla condivisibilità di tale esclusione alla luce dell'esigenza di assicurare criteri oggettivi e agevolmente verificabili nell'ambito dei procedimenti assembleari, indicando altresì se vi siano specifiche ragioni per attribuire rilievo anche a tali rapporti, nonostante la possibile necessità di valutazioni caso per caso.</p>	