

Consiglio Nazionale del Notariato

Studio n.76-2026/I

EMITTENTI DI NUOVA QUOTAZIONE E AUTONOMIA STATUTARIA (*)

di Marco Cian

(Approvato telematicamente dalla Commissione Studi d'Impresa il 21 settembre 2026)

Abstract

Lo studio esamina la disciplina degli emittenti di nuova quotazione, introdotta dalla riforma del mercato dei capitali (d.lgs. n. 47/2026), analizzando le diverse opzioni statutarie che essa consente di adottare in deroga al diritto comune degli emittenti.

Sommario: 1. Norme imperative, nuovi emittenti e derogabilità. 2. Le deroghe in materia di elezione alle cariche sociali. 3. L'esclusione del diritto di recesso. 4. La neutralizzazione degli obblighi procedurali nelle operazioni con parti correlate e la riduzione del quorum deliberativo per le modifiche statutarie.

(*) Lo Studio riproduce alcune delle riflessioni sviluppate in M. CIAN, *La disciplina degli "emittenti di nuova quotazione": una prima esegesi*, pubblicato ne *Le nuove leggi civ.*, 2026, fasc. 4.

1. Norme imperative, nuovi emittenti e derogabilità.

La riforma del mercato dei capitali, adottata con il d. lgs. 47/2026, ha introdotto nel Testo Unico della Finanza un pacchetto di nuovi articoli (154.1-154.5) disciplinanti gli “emittenti di nuova quotazione”, una “figura” essa stessa di nuovo conio, cui è intestata la parimenti inedita Sezione V.1 del Capo dedicato complessivamente alle società quotate.

Di tale “figura” il primo dei suddetti articoli dà la definizione: “sono ‘emittenti di nuova quotazione’ quelli che abbiano deliberato la richiesta di ammissione delle azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano”. La disciplina loro riservata¹ consiste essenzialmente in un’opzione statutaria (art. 154.2) volta a disattivare certe regole, altrimenti operanti in quanto concernenti gli emittenti quotati in generale, relative alla nomina degli amministratori (ed eventualmente dei componenti dell’organo di controllo), al recesso, ai *quorum* deliberativi e, infine, agli obblighi procedurali nelle operazioni con parti correlate².

A chi si rivolga il pacchetto disciplinare è meglio chiarito al di fuori del t.u.f., e precisamente tra le norme transitorie del decreto di riforma, il cui art. 16 dispone che la nuova Sezione V.1 “si applica agli emittenti di nuova quotazione ... le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano a decorrere dall’entrata in vigore” del decreto stesso. La riforma ha dunque tracciato una “distinzione ... tra società che si apprestano alla quotazione e società che, al momento dell’entrata in vigore del decreto legislativo di attuazione, risultino già quotate”³. Solo questo profilo identifica, in altre parole, gli “emittenti di nuova quotazione”: in sintesi, tutte le società che si quoteranno in futuro.

La Consob è chiamata in proposito a predisporre e a rendere accessibile tramite il proprio sito internet un elenco che censirà stabilmente tali emittenti (art. 154.2, co. 3): precisamente non un elenco comprensivo, in generale, degli emittenti “di nuova quotazione”, bensì esclusivamente di quelli, fra di essi, che abbiano fatto ricorso alla disciplina “speciale” mutando lo statuto in termini corrispondenti (così va inteso il riferimento agli “emittenti di cui al comma 1”).

Si tratta invero di una disciplina ad attivazione, per così dire, negoziale. Essenzialmente essa non consiste in effetti in altro, come si è accennato, se non in opzioni statutarie eleggibili in deroga

¹ La medesima disciplina è estesa altresì, temporaneamente, alle PMI già quotate, alle condizioni previste dall’art. 16 d. lgs. 47/2026.

² Vi si aggiunge un parziale esonero dagli obblighi informativi, nei termini previsti dall’art. 16 d. lgs. 47/2026 (che, sotto questo profilo, non è norma a carattere transitorio, bensì definitivo).

³ Così la Relazione accompagnatoria dello schema di decreto presentato alla fine del 2025.

all'altrimenti operante diritto degli emittenti, così che vi potranno essere società che a queste opzioni aderiranno ed altre che non lo faranno.

In quest'ottica, si parlerà qui di seguito, convenzionalmente, di un diritto "comune" degli emittenti, in relazione a tutte le norme del codice civile e del t.u.f. implicate negli artt. 154.2 ss., ma non in contrapposizione con un diritto "speciale" applicabile a una certa categoria di emittenti, bensì come diritto operante nel silenzio dello statuto, derogabile e, ove derogato, contrapposto al diritto statutario "singolare" proprio di un determinato emittente.

Merita altresì osservare che tale diritto "comune", come è inderogabile per i vecchi emittenti, così lo diviene irreversibilmente per i nuovi, che non abbiano esercitato *ex ante* la facoltà di deroga, la quale in effetti si estingue con la presentazione della domanda di ammissione alla quotazione. L'art. 154.2, co. 2 ("Gli emittenti di nuova quotazione possono modificare ulteriormente lo statuto in conformità alla disciplina prevista dalla presente sezione anche successivamente all'ammissione delle azioni alla negoziazione"), è solo apparentemente equivoco a tal riguardo. L'avverbio "ulteriormente" non è pleonastico in quanto non agisce nella dimensione temporale (rimandando l'esercizio dell'opzione alla fase di post *listing*, come invece fa senz'altro l'avverbio "successivamente"), ma agisce nella dimensione organizzativa, escludendo che la delibera post *listing* possa costituire il primo atto di esercizio dell'opzione (può trattarsi, per l'appunto, solo di un "ulteriore" – un secondo, un terzo, ... – esercizio della facoltà di deroga).

L'opzione di deroga non si esaurisce mai, dunque, purché sia stata esercitata la prima volta anteriormente alla quotazione.

Sul piano dei contenuti, si tratta in realtà di un *insieme* di opzioni e va precisato che ciascuna di queste può venire adottata disgiuntamente dalle altre. Come si è osservato, la disciplina, e segnatamente gli artt. 154.3 ss., consiste nell'apertura a soluzioni statutarie (eccentriche rispetto al succitato diritto "comune") con riguardo ad una pluralità di aspetti organizzativi e finanziari che sono tra loro non correlati. Ciascuna delle disposizioni che la compongono fa riferimento alla possibilità per l'autonomia statutaria di agire su uno di questi aspetti e nessuna di esse collega l'opzione che enuncia all'esercizio dell'opzione enunciata dalle altre. Stando al loro tenore, conseguentemente, e alla decorrelazione tra le diverse dimensioni organizzative e finanziarie interessate, è plausibile che l'assemblea possa determinarsi ad agire sull'una (ad esempio, sulle modalità di elezione degli amministratori) e non sull'altra (ad esempio, sul diritto di recesso dei soci); anzi, quanto dispone l'art. 154.2, co. 2, a proposito della pertinenza del diritto di recesso in occasione delle modifiche statutarie eventualmente successive alla prima "salvo che l'emittente

abbia esercitato l'opzione prevista dall'art. 154.4, comma 2", conferma senza lasciare adito a dubbi che la prima modifica non deve necessariamente concernere tutte le possibili parti di diritto "comune" derogabili (per l'appunto: perché potrebbe non avere riguardato il diritto di recesso).

In un simile quadro, deve assumersi che, una volta attivata efficacemente la nuova disciplina, la facoltà di deroga si allarghi per il futuro a ciascuno dei profili considerati negli artt. 154.3 ss., a prescindere da quello o quelli originariamente regolati in autonomia. La modifica "ulteriore" e successiva alla quotazione può dunque investire *ex novo* anche un aspetto su cui lo statuto non era inizialmente intervenuto, e non è limitata alla sola rideclinazione delle clausole a suo tempo introdotte. In questo senso depone anzitutto l'assenza di ragioni di tutela degli investitori, che impongano di cristallizzare la misura dello scostamento dal diritto "comune" all'opzione originaria, come indirettamente conferma la soluzione pubblicitaria adottata dall'art. 154.2, co. 3 (l'elenco degli emittenti amministrato dalla Consob sembra limitato alla segnalazione della loro denominazione, senza riferimento alcuno, invece, alla portata della deroga adottata). In secondo luogo, il riconoscimento del diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla modifica "ulteriore" dello statuto (art. 154.2, co. 2, secondo periodo) mal si comprenderebbe se quest'ultima non potesse spingersi più in là, rispetto alla delibera primigenia, sul terreno della deroga al diritto "comune".

Resta, in questa prospettiva, solo da chiedersi se, allora, l'emittente possa limitarsi nella fase iniziale ad introdurre una clausola di attivazione generica della disciplina, senza regolare alcuno degli aspetti interessati dalla medesima e quindi semplicemente allo scopo di riservarsi, per il futuro, la facoltà di intervenire su di essi (una clausola del seguente tenore, grossomodo: "ai sensi degli artt. 154.2 ss. t.u.f., l'assemblea potrà determinare in qualsiasi momento le modalità di elezione degli amministratori in deroga agli articoli 147-ter e 147-ter.1 t.u.f., escludere l'applicazione dell'art. 2437, comma 1°, c.c. ed escludere in tutto o in parte l'applicazione delle procedure di cui all'art. 2391-bis c.c."; oppure, più sinteticamente: "l'emittente si avvale della disciplina di cui agli artt. 154.2 ss. t.u.f. e potrà modificare in qualsiasi momento lo statuto ai sensi della medesima disciplina"). In realtà, la disposizione sugli effetti della delibera di innesco ("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": art. 154.2, co. 1, ultimo periodo) parrebbe calibrata su modifiche statutarie direttamente incidenti su uno degli aspetti su cui la deroga può operare; tuttavia non sembra osti alcuna ragione alla

legittimità di un percorso più graduale, da parte dell'emittente che non voglia precludersi la possibilità di future deroghe al diritto "comune", pur senza introdurne, inizialmente, nessuna.

Anche quanto, infine, alla profondità delle deroghe introducibili su ciascuna delle diverse porzioni disciplinari "comuni", l'autonomia statutaria pare potersi spingere più o meno a fondo, sostanzialmente a piacere, fino al punto in cui la legge lo consente. Gli artt. 154.3 ss. offrono invero ciascuno un vasto spettro di possibili scostamenti dal diritto "comune" anche rispetto al singolo profilo organizzativo/finanziario investito dalla deroga; così è per l'elezione alle cariche sociali (in merito alla quale lo statuto può adottare modalità di voto in tutto o in parte diverse dal voto di lista, può prevedere o non prevedere la presenza di uno o più amministratori di minoranza, può stabilire o non stabilire soglie per la presentazione delle candidature, può modificare o non modificare le regole "comuni" sulla designazione anche dei componenti dell'organo di controllo⁴: art. 154.3), come pure per le procedure inerenti le operazioni con parti correlate, che possono venire neutralizzate "in tutto o in parte" (art. 154.5). Meno esplicita è la disposizione sulla rimozione del diritto di recesso (art. 154.4, co. 2), la quale apre puramente e semplicemente alla disapplicazione dell'art. 2437, comma 1°, c.c.; non vi è motivo però di ritenere che all'autonomia statutaria sia data solo l'opzione tra la rimozione in blocco delle cause di recesso ivi previste⁵, o il loro mantenimento parimenti in blocco, sì che deve reputarsi ammissibile anche una clausola che selezioni all'interno dell'art. 2437 le ipotesi destinate ad essere sterilizzate.

Questa possibile varietà nella profondità delle deroghe recepite nello statuto solleva qualche dubbio a proposito del diritto di recesso che è riconosciuto ai soci nel momento in cui esse sono introdotte; imperativamente, a seguito della prima delibera (quella da adottarsi anteriormente alla presentazione della domanda di quotazione); solo eventualmente, a seguito delle delibere successive (perché, se la prima avesse escluso per il futuro l'applicazione dell'art. 2437, il recesso non sarebbe esercitabile in occasione dell'introduzione di ulteriori deroghe al diritto "comune", successive alla quotazione, come già si è avuto occasione di ricordare: art. 154.2, co. 1 e 2). Spetta il diritto di *exit*, dunque, a prescindere dall'ampiezza delle deroghe deliberate? O solo nel caso in cui essa superi una certa soglia di rilevanza? È un interrogativo non diverso da quello che – risolto

⁴ E non sembra implausibile che lo statuto possa derogare alla disciplina "comune" sulla nomina dell'organo di controllo anche indipendentemente dall'introduzione di una deroga nella designazione degli amministratori. Il tenore dell'art. 154.3, co. 6, è in realtà ambiguo (Lo statuto può, *altresì ... anche...*, espressioni che potrebbero far pensare al fatto che la prima deroga possa venire prevista solo *ad integrazione* della seconda), ma non paiono sussistere ragioni che depongano in senso contrario.

⁵ Con la salvezza, comunque, della causa consistente nella modifica dell'oggetto sociale, come dispone la stessa norma, causa che a sua volta può essere rimossa, ma solo alle condizioni più stringenti previste dal terzo comma; v. *infra*.

in via normativa con riguardo alla modifica dell'oggetto sociale nelle s.p.a. in generale – si propone, com'è ben noto, al cospetto di altre fra le cause contemplate dalla disciplina delle società di capitali⁶. Nel caso di specie, trattandosi in ogni caso di clausole statutarie incidenti su blocchi normativi altrimenti rigidi, predisposti a tutela di interessi plurimi, è ragionevole ritenere che il recesso sia esercitabile in ogni caso (quantunque ciò possa apparire in controtendenza, per certi versi, rispetto all'obiettivo generale di questa parte della novella, di favorire l'accesso delle imprese ai mercati).

2. Le deroghe in materia di elezione alle cariche sociali.

Il primo blocco disciplinare derogabile dagli emittenti “di nuova quotazione” è quello relativo alla nomina alle cariche sociali, già più volte evocato.

Ciò su cui può incidere l'autonomia statutaria è costituito, *in primis*, dalle “modalità di elezione” degli amministratori. Significa che ci si può discostare anzitutto dalla regola del voto di lista, come d'altra parte lo stesso art. 154.3 rende esplicito, per orientarsi verso meccanismi di nomina diversi, tra i quali altresì la pura e semplice votazione candidato per candidato, adottando il sistema del voto cumulativo (come è disposto di *default* dal co. 2), o, in alternativa, il sistema codicistico ordinario. Se le “modalità” possono essere incise, non sembra però altrettanto per la competenza sulla nomina, che deve intendersi dunque rimanga presidiata dai principi di diritto “comune”.

Dovrebbe invece essere altresì legittima la clausola che mantenga il voto di lista, modificando tuttavia la precisa scansione procedurale sancita dagli art. 147-ter e 147-ter.1: ad esempio riducendo il *quorum* dei due terzi richiesto da quest'ultimo per la presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione uscente, o forse (ma con qualche dubbio in più) anche comprimendo i termini di presentazione delle liste, anteriori alla data dell'assemblea.

In secondo luogo, lo statuto può agire sulla composizione dell'organo amministrativo e in particolare sulla presenza degli amministratori di minoranza. Tale presenza, necessaria secondo il diritto “comune”, diviene eventuale per gli emittenti “di nuova quotazione”, dipendendo dal fatto

⁶ E così, ad esempio, sempre con riferimento al mutamento dell'oggetto sociale, ma nelle s.r.l., posta la diversa formulazione dell'art. 2473 c.c.: cfr., per tutti e per i necessari riferimenti, FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, I, Milano, 2020, p. 1058 s.; e, nuovamente nelle s.p.a., a proposito della modifica dei criteri di valutazione delle azioni del socio recedente e della modifica dei diritti di partecipazione e di voto (art. 2437, co. 1, lett. f e lett. g): DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da Cagnasso e Panzani, Bologna, 2010, p. 1412 ss.; e v. altresì, per uno spunto, SACCHI, in AA.VV., *Un seminario sul sistema dualistico*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1257 s.

che lo statuto la preveda (art. 154.3, co. 4: la disposizione ha riguardo all'elezione di minoranza "se prevista", e non può che intendersi, per l'appunto: se prevista dallo statuto). A onor del vero il sistema del voto cumulativo, che opera di *default*, come ho ricordato, "se lo statuto prevede la votazione di ciascun singolo amministratore da parte dell'assemblea", già di per sé dischiude le porte all'insediamento in seno al consiglio di un esponente della minoranza, purché quest'ultima sia organizzata e superi certe soglie dimensionali dipendenti dal numero dei componenti da eleggere. Le prescrizioni degli artt. 147-ter s. sono tuttavia, al riguardo, più incisive. La loro derogabilità su questo punto, pertanto, implica che l'organo amministrativo degli emittenti "di nuova quotazione" può non avere, *tout court*, amministratori di minoranza (salvo che ricorra una delle ipotesi elencate nell'art. 154.3, co. 5).

Invece non è disponibile il principio della diversità di genere nella composizione dell'organo stesso. Sotto questo profilo, anzi, la disciplina dei nuovi emittenti appare più rigorosa di quella "comune". Se in quest'ultima, invero, la misura è provvisoria (sei mandati: art. 147-ter, co. 1-ter), sembra diventare definitiva per gli emittenti che esercitino l'opzione di derogare alle regole ordinarie del voto di lista⁷.

Sempre a proposito della composizione dell'organo, è plausibile che analogamente indisponibili debbano considerarsi altresì le norme concernenti la presenza di amministratori indipendenti (art. 147-ter, co. 4 s.). Al riguardo, la sola previsione contenuta nella disciplina "speciale" è quella che impone la presenza di un amministratore di minoranza "qualora lo statuto non preveda che il consiglio sia composto in maggioranza da amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza" stabiliti dall'art. 148, co. 2 (art. 154.3, co. 5); quest'ultima è però una condizione che può liberamente non essere rispettata e il cui mancato rispetto reintroduce per l'appunto solo l'obbligo di includere la nomina di un amministratore non espresso dal socio di controllo; ciò non toglie che tutti i "nuovi" emittenti debbano designare comunque uno o due amministratori indipendenti, secondo la disciplina generale. Invero, la presenza di tali consiglieri non attiene alle "modalità di elezione" e non rientra dunque nel perimetro entro cui l'autonomia statutaria può, a mente della norma "speciale" e alla luce della sua verosimile *ratio*, agire.

⁷ Con qualche discrepanza, peraltro: l'art. 154.3 non richiama i poteri anche sanzionatori che l'art. 147-ter attribuisce in proposito alla Consob, forse dunque non estensibili.

3. L'esclusione del diritto di recesso.

Si è già avuto occasione di fare menzione dell'ulteriore, importante opzione lasciata all'autonomia statutaria negli emittenti di "nuova quotazione": l'ablazione del diritto di recesso per tutte le cause, altrimenti inamovibili, elencate nell'art. 2437, co. 1, c.c.

Anche la disciplina dedicata a tale opzione (art. 154.4, co. 2 e 3) presenta qualche snodo interpretativo problematico.

Ad almeno uno si è già accennato: ancorché la norma faccia riferimento, *tout court*, alla possibilità di "escludere l'applicazione del primo comma dell'articolo 2437", è plausibile assumere la legittimità anche di una clausola selettiva, che cioè escluda il diritto di recesso solo in alcune delle ipotesi enumerate nel codice, e non nelle altre.

Nella medesima direzione, valida sarebbe verosimilmente anche una clausola che, pur senza escludere il diritto di *exit*, ne rendesse "più gravoso l'esercizio" (per adottare la formula dell'art. 2437, ult. co.)⁸.

L'art. 154.4 fa invece salva la causa consistente nella modifica dell'oggetto sociale. Questa causa, peraltro, può essere a sua volta rimossa, ma solo alle condizioni più stringenti previste dal terzo comma dello stesso art. 154.4. A riguardo di tali condizioni, è dubbio se la delibera, nella quale occorre sia raggiunta la "maggioranza della minoranza" (*whitewash*), sia quella in cui viene introdotta la clausola ablativa del diritto di recesso oppure quella in cui viene modificato l'oggetto sociale. La relazione accompagnatoria sopra citata, per quel che vale, si esprime essa stessa con una certa ambiguità (si fa riferimento alla "deliberazione rilevante", il che sembrerebbe indicare la seconda decisione, ma con qualche opacità). Se si vuole enfatizzare il valore del testo normativo, la circostanza che il diritto di recesso sia amovibile "nel caso", e non già "per il caso" di modifica dell'oggetto sociale, sembra indirizzare, come la relazione accompagnatoria, verso la seconda soluzione. Sotto il profilo funzionale, inoltre, il meccanismo del *whitewash* ha più senso che sia attivato nel momento in cui si determina il *vulnus* all'aspettativa dell'azionista (alla non alterazione del rischio d'impresa, nel caso specifico), che non al momento in cui si esclude l'*exit* per il futuro e nell'eventualità che tale *vulnus* si produca. Ciò implicherebbe un percorso in due fasi: la prima, nella quale lo statuto rimuova per il futuro il diritto di recesso, includendo anche le modifiche dell'oggetto sociale; la seconda, nella quale viene modificato l'oggetto sociale. Se così fosse, solo la

⁸ A onor del vero l'enunciato dell'art. 154.4 è, da questo punto di vista, più *tranchant* (lo statuto può "escludere" l'applicazione dell'art. 2437); ma come non vi sono ragioni che depongano contro l'esclusione selettiva del medesimo, così non pare che, dove è permessa la rimozione *tout court* del diritto di recesso, possa esserne proibita una semplice limitazione.

seconda delibera e non la prima richiederebbe il rispetto della condizione prevista dall'art. 154.4, in assenza della quale il diritto di recesso sarebbe dunque esercitabile. Il punto rimane tuttavia oscuro, perché nessuno dei due argomenti enunciati appare decisivo.

4. La neutralizzazione degli obblighi procedurali nelle operazioni con parti correlate e la riduzione del quorum deliberativo per le modifiche statutarie.

Altri profili sono regolabili statutariamente in deroga al diritto "comune".

L'art. 154.5 dispone a proposito delle operazioni con parti correlate, consentendo di sottrarre la società all'applicazione degli obblighi procedurali, ma non di quelli di trasparenza, come è d'altra parte anche testualmente puntualizzato nel secondo comma. La sottrazione può essere stabilita dallo statuto "in tutto o in parte", sì che l'estensione dell'esenzione può essere grande a piacere (fatto salvo quanto dispone l'ultimo periodo del primo comma) e parrebbe poter riguardare sia l'entità e la scansione del processo decisionale, sia le soglie di rilevanza delle operazioni soggettevi, in deroga alle misure fissate dal regolamento Consob di attuazione (e sempre ferma la soglia del 10%, superata la quale il diritto "comune" riprende piena efficacia).

Un ulteriore profilo su cui può esplicitarsi l'autonomia statutaria (art. 154.4, co. 1) concerne i *quorum* assembleari e segnatamente il *quorum* deliberativo per le modifiche statutarie, che può essere ridotto, dai due terzi ordinariamente previsti dall'art. 2369 c.c., alla maggioranza del capitale presente in assemblea (a meno che la società non abbia emesso azioni a voto plurimo o non sia prevista la maggiorazione del voto). Rimane peraltro incompressibile il *quorum* costitutivo fissato dalla stessa norma codicistica – se opera la regola della convocazione unica – nel quinto del capitale.

In realtà le combinazioni statuarie possono essere anche più varie; nulla esclude, ad esempio, che lo statuto opti per il mantenimento delle convocazioni plurime, lasciando vigere i relativi e progressivamente più bassi *quorum* costitutivi, fissando però nella maggioranza e non nei due terzi del capitale presente il *quorum* deliberativo sin dalla prima convocazione (lo si ricava testualmente dallo stesso art. 154.4).

Un interrogativo interessante riguarda le delibere successive alla quotazione, con le quali l'emittente che abbia a suo tempo inteso avvalersi della disciplina in deroga introduca scostamenti ulteriori dal diritto "comune". La disposizione contenuta nell'art. 154.2, co. 2, non prevede alcuna

specifica regola in proposito, cosicché, se la precedente deroga ha interessato proprio il *quorum*, tali successive modifiche devono ritenersi adottabili con le maggioranze ridotte consentite dall'art. 154.4 (d'altra parte ciò vale, per espressa disposizione dello stesso art. 154.2, anche per il diritto di recesso: se questo era stato escluso in precedenza, non spetta in occasione delle deroghe deliberate in un secondo momento).