Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. I

ARTICOLI

Le semplificazioni per PMI e società di nuova quotazione nella riforma del TUF

Marco Ventoruzzo

Professore Ordinario di Diritto commerciale
Università Bocconi

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da
Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale
Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale
Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria
Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata
Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza
Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati
Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalaqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza
Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria
Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche
Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Le semplificazioni per PMI e società di nuova quotazione nella riforma del TUF

Marco Ventoruzzo
Professore Ordinario di Diritto commerciale
Università Bocconi

Le quattro semplificazioni previste dalla riforma del TUF per le società di nuova quotazione e per determinate PMI mi sembrano un ragionevole esercizio di proporzionalità. Come noto, esse riguardano operazioni con parti correlate, recesso, maggioranze per le modifiche statutarie e nomina degli organi sociali. Incidono certamente su strumenti di tutela delle minoranze, ma non ne determinano lo smantellamento. In diversi casi consentono di avvicinare la disciplina italiana a soluzioni già presenti in altri ordinamenti europei. La mia preferenza personale avrebbe riguardato soprattutto l'ambito di applicazione: mi sarei limitato alle PMI, indipendentemente dal momento della quotazione. Provo a spiegare perché le due valutazioni sono coerenti.

Il riferimento è all'art. 6, comma 1, lett. qq), del d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, che introduce gli artt. 154.1-154.5 TUF, e all'art. 16 dello stesso decreto. Un primo dato merita di essere chiarito: le deroghe richiedono una scelta statutaria, dunque una deliberazione dei soci. Per le nuove quotazioni, l'opzione iniziale precede la richiesta di ammissione al mercato regolamentato italiano e produce effetti dalla quotazione; i soci che non concorrono alla deliberazione possono recedere (art. 154.2, comma 1). Chi investe in sede di quotazione trova quindi già definito l'assetto statutario. Per le PMI già quotate ammesse al regime, l'art. 16, comma 2, aggiunge il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti diversi dai titolari, anche congiunti, della partecipazione di maggioranza, anche relativa, superiore al 10%. Questa maggioranza delle minoranze può impedire l'adozione solo se i contrari rappresentano almeno il 10% del capitale. Resta il recesso dei soci non consenzienti. Sono presidi concreti, pur senza attribuire a qualsiasi minoranza un potere di veto.[01]

01 D.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, artt. 6, comma 1, lett. qq), e 16, commi 1-3, G.U. 14 aprile 2026, n. 86, S.O. n. 14, in vigore dal 29 aprile 2026. Testo ufficiale: https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2026/04/14/26G00064/SG.

Comincio dalle operazioni con parti correlate. L'art. 154.5 consente allo statuto di ampliare le esenzioni dalle procedure previste dall'art. 2391-bis c.c.; queste devono comunque applicarsi quando almeno uno degli indici quantitativi stabiliti dalla Consob supera il 10%. Restano gli obblighi informativi richiamati dalla norma e l'informazione degli organi delegati al consiglio almeno semestrale. L'intervento si affianca alla modifica generale dell'art. 2391-bis, terzo comma, lett. b), operata dall'art. 9, comma 1, lett. p), del decreto, che consente ulteriori esenzioni procedurali individuate dalla Consob a fronte di informazione in bilancio. La semplificazione riguarda quindi il procedimento; non elimina i generali doveri e responsabilità degli amministratori.

Anche il confronto europeo va fatto su questo piano. L'art. 9-quater della direttiva 2007/36/CE, introdotto dalla direttiva (UE) 2017/828, richiede presidi per le operazioni rilevanti, lasciando agli Stati la definizione della rilevanza. Non impone certo l'intera architettura italiana. Ciò non significa che il 10% sia una soglia europea uniforme: in Germania, per esempio, il § 111b AktG richiede l'approvazione preventiva del consiglio di sorveglianza oltre l'1,5% degli attivi, con cumulo delle operazioni con la stessa controparte nell'esercizio. I denominatori, gli organi e le procedure contano quanto le percentuali. Il punto è che graduare gli oneri in funzione della rilevanza dell'operazione rientra pienamente nella logica europea della tutela.[02]

Comprendo naturalmente le voci di chi teme proprio i rischi connessi a "piccole" operazioni con parti correlate da parte di PMI, spesso a ristretta base familiare e magari meno strutturate di grandi gruppi – in particolare quando operanti in settori regolamentati. Però il punto è sempre lo stesso: ogni semplificazione implica una rinuncia a qualche forma di tutela e, anche senza ricordare che la legge delega richiedeva proprio questo approccio, a me francamente non pare si siano eliminate protezioni irrinunciabili.

Sul recesso, l'art. 154.4, comma 2, permette di escludere le cause del primo comma dell'art. 2437 c.c., ma conserva quella relativa alla modifica dell'oggetto sociale che alteri in modo rilevante il rischio d'impresa. Anche quest'ultima può essere esclusa, ai sensi del comma 3, se la deliberazione ottiene la maggioranza delle minoranze individuata dalla norma. La deroga non investe il recesso per esclusione dalla quotazione previsto dall'art. 2437-quinquies c.c. Non si può dunque descrivere il nuovo regime come una cancellazione del diritto di uscita proprio quando viene meno il mercato delle azioni.

Nella mia ricognizione dei regimi di uscita in trenta ordinamenti europei, riferita al 2025 e visibile sul sito di ECGI, il modello italiano emerge per l'ampiezza delle cause di recesso anche nelle quotate. In altri sistemi i rimedi di uscita sono più circoscritti e legati a specifiche operazioni; la Spagna, invece, presenta anch'essa un catalogo relativamente ampio. È una ricognizione delle regole, non una misurazione causale della loro efficacia. Basta però a mostrare che il catalogo italiano non costituisce una condizione ne-

02 Direttiva 2007/36/CE, art. 9-quater, introdotto dalla direttiva (UE) 2017/828, art. 1, n. 4; Aktiengesetz, § 111b, commi 1-3: https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/__111b.html.

cessaria per avere un mercato rispettoso delle minoranze. Il recesso ha un costo per la società e per chi rimane socio, può condizionare operazioni utili e avere effetti distorsivi. La possibilità di vendere in borsa non lo sostituisce perfettamente, soprattutto nei titoli poco liquidi; può tuttavia concorrere a giustificare un diverso equilibrio tra rimborso, voto e rimedi contro gli abusi.

Quanto alle maggioranze assembleari, l'art. 154.4, comma 1, consente di approvare le modifiche statutarie, anche in prima convocazione, con almeno la maggioranza del capitale rappresentato. Restano fermi i quorum costitutivi dell'assemblea straordinaria. La facoltà è inoltre esclusa in presenza di azioni a voto plurimo o di maggiorazione del voto: la legge evita così di sommare il rafforzamento del voto e l'abbassamento della maggioranza deliberativa. È una scelta di equilibrio riconoscibile. Anche qui la comparazione ridimensiona l'eccezionalità della soluzione. Nei Paesi Bassi gli artt. 2:120 e 2:121 BW consentono, in via generale e salvo diverse disposizioni, modifiche statutarie a maggioranza assoluta dei voti espressi. In Germania il § 179, comma 2, AktG permette allo statuto di derogare alla maggioranza legale dei tre quarti, con un limite specifico per la modifica dell'oggetto sociale. La Francia mantiene invece i due terzi dei voti espressi. L'Europa conosce più equilibri ragionevoli, non un'unica percentuale che separi tutela e arbitrio.[03] Né credo si possa dimenticare che gli attuali quorum furono introdotti alla fine degli anni Novanta dello scorso secolo, quando la partecipazione alle assemblee era decisamente più limitata sia per numeri che per tipologia di soci. I dati sull'afflusso e la presenza di investitori istituzionali, credo, implicano che il significato e gli effetti dei nuovi quorum non sconfessino l'impostazione originaria del TUF; in certo modo possono vedersi come un (possibile) adattamento all'evoluzione degli assetti proprietari e delle dinamiche assembleari.

Infine, il voto di lista. L'art. 154.3 consente modalità alternative di elezione, anche mediante voto sui singoli candidati; in quest'ultimo caso, salvo diversa previsione, opera il voto cumulativo. La rappresentanza delle minoranze non viene comunque abbandonata senza condizioni. Almeno un candidato delle minoranze deve essere eletto se vi sono voto plurimo o maggiorato, controllo pubblico oppure se lo statuto non prevede un consiglio composto in maggioranza da indipendenti (comma 5). Restano inoltre la quota dei due quinti per il genere meno rappresentato e, nell'elezione individuale dell'organo di controllo, la provenienza dalle candidature di minoranza del presidente del collegio sindacale e di un componente del consiglio di sorveglianza (commi 1 e 6).

Ritengo che nel complesso il voto di lista abbia dato buona prova di sé e, personalmente, ho sempre ritenuto e affermato che in Italia esso ha contribuito a un miglioramento della governance. Da questo giudizio non discende però che debba essere l'unico sistema consentito. Occorre al contrario riconoscere che esso è certamente un sistema eccentrico nel panorama comparato. L'indipendenza degli amministratori, d'altronde,

03 Burgerlijk Wetboek, artt. 2:120-2:121; Aktiengesetz, § 179, comma 2 (gesetze-im-internet.de/aktg/__179.html); Code de commerce, art. L225-96 (Légifrance, LEGIARTI000042339458).

non coincide con la designazione da parte delle minoranze, sebbene entrambe possono concorrere a un efficace controllo della gestione. La riforma consente ai soci di combinare questi strumenti valorizzando l'autonomia privata e mantiene una rappresentanza necessaria proprio nelle situazioni nelle quali il legislatore la considera più importante. Piuttosto, sarebbe davvero urgente intervenire sulla sfortunata e infelice disciplina relativa alla lista del consiglio, che prevede norme convolute, complesse, ingiustamente penalizzanti di un meccanismo che ha dato generalmente buoni risultati. Molti – in verità quasi tutti – gli studiosi e i pratici lo dicono da tempo.

La questione sulla quale avrei personalmente preferito una soluzione diversa non riguarda tanto le norme sostanziali; come dicevo queste quattro semplificazioni mi paiono proporzionali e certo non offensive per la tutela dei soci. Riguarda, invece, l'ambito di applicazione, il perimetro di questi nuovi spazi di flessibilità statutaria. Per le nuove quotazioni il regime non è limitato alle piccole e medie imprese. Per le PMI già quotate, invece, l'art. 16, comma 2, richiede che non sia stato superato il limite di capitalizzazione di un miliardo di euro dell'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1), TUF nei tre esercizi precedenti quello di entrata in vigore del decreto, oltre che al momento della modifica statutaria. Si aggiunge la disciplina temporale del comma 3. Si combinano così una qualità dimensionale, una vicenda societaria e condizioni storiche di accesso. Non è un sistema privo di ragioni: favorire le quotazioni e rispettare l'affidamento di chi ha già investito sono obiettivi comprensibili. Ne risulta però un quadro complesso e per la verità un poco confuso, che può dar luogo a molteplici regimi non sempre facilmente "tracciabili" dagli investitori.

Mi sarei allora limitato a prevedere queste possibili semplificazioni per le PMI secondo la definizione del TUF, a prescindere dalla data di quotazione e dal momento in cui introducono la prima di esse, mantenendo la scelta statutaria e adeguate garanzie per il suo esercizio. La maggiore incidenza relativa di molti adempimenti dipende anzitutto dalla dimensione dell'emittente e può permanere a lungo dopo l'ingresso in borsa. Due società di dimensioni comparabili possono avere la stessa esigenza di semplificazione anche se una è quotata da molti anni e l'altra sta per esserlo. Viceversa, una grande società di nuova quotazione non presenta necessariamente la stessa esigenza (in alternativa, si sarebbero potute concedere le semplificazioni anche in questo caso ma con una *sunset clause*, ad esempio per soli tre anni). Un criterio dimensionale stabile, accompagnato da regole ordinate per l'acquisto e la perdita della qualifica, mi sarebbe sembrato più immediato da comprendere e applicare.