AMF ITALIA
ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI
MERCATI FINANZIARI

Inviata via e-mail all'indirizzo
dt.cabinaregiatuf@mef.gov.it

Milano, 16 novembre 2026

Spett.le
Struttura tecnica della Cabina di regia per il coordinamento strategico e la definizione di politiche e direttive efficaci in materia di valorizzazione e sviluppo del mercato dei capitali
Dipartimento del Tesoro
Ministero dell'Economia e delle Finanze

Prot. n. 68/26

Oggetto: **Contributo di AMF Italia alla *Call for evidence* del MEF per la raccolta di osservazioni, commenti e proposte ai fini dell'eventuale adozione di decreti correttivi e integrativi della riforma del TUF**

AMF Italia ringrazia il Ministero per l'opportunità di contribuire al confronto nell'ambito della *Call for evidence* e sottopone di seguito alcune osservazioni e proposte di intervento relative alle modifiche apportate al Testo unico della finanza (TUF) dal decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47 (di seguito "**D.Lgs. 47/2026**"), e dal decreto legislativo 25 giugno 2026, n. 128 (di seguito "**D.Lgs. 128/2026**"), al fine di segnalare possibili ambiti di ulteriore affinamento della disciplina e formulare proposte utili alla predisposizione di eventuali decreti correttivi e integrativi.

***

D.LGS. 47/2026 – Interventi di riforma del TUF

1. Organo di controllo: obbligo di segnalazione alla Consob e coordinamento delle funzioni (artt. 149 e 151 TUF)

Il nuovo art. 149, comma 2, impone all'organo di controllo di comunicare senza indugio alla Consob "tutti gli atti o fatti accertati nell'attività di vigilanza che possano costituire una irregolarità nella gestione dell'impresa o una violazione della legge o dello statuto". L'obiettivo dichiarato di delimitare meglio l'obbligo non appare raggiunto. La formula include fatti anche solo potenzialmente irregolari (gravando

dunque l'organo di controllo di un giudizio prognostico ex ante), non prevede alcuna soglia di rilevanza e non considera i casi in cui l'irregolarità sia già stata avviata a soluzione. Il rischio è che l'organo di controllo, esposto a possibili contestazioni per ostacolo alla vigilanza, sia indotto a segnalare tutto, con un effetto di over-reporting che riduce la qualità dell'informazione per l'Autorità.

La formula ricalca l'art. 52 TUB, nato per un settore specifico e per un'Autorità prudenziale. Trasposta a tutte le società quotate, ha un perimetro molto più ampio. Per le banche quotate si aggiunge un doppio canale: lo stesso organo segnala alla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 52 TUB e alla Consob ai sensi dell'art. 149 TUF, con criteri non coordinati.

La norma inoltre ridisegna i doveri dell'organo di controllo senza raccordarsi con le funzioni che altre disposizioni gli attribuiscono, in particolare quelle di comitato per il controllo interno e la revisione contabile (art. 19 D.Lgs. 39/2010) e quelle in materia di operazioni con parti correlate (art. 2391-bis c.c.).

Infine, le norme speciali sui poteri del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione (artt. 151.1, 151-bis e 151-ter) non riproducono il limite della norma generale, che circoscrive la convocazione dell'assemblea ai fatti censurabili di rilevante gravità in presenza di urgente necessità di provvedere.

Proposte:

- Riformulare l'art. 149, comma 2: "*L'organo di controllo comunica senza indugio alla Consob le irregolarità rilevanti nella gestione dell'impresa o una violazione rilevante della legge o dello statuto, riscontrate nell'attività di vigilanza, che al momento della comunicazione siano ancora persistenti o produttive di effetti negativi rilevanti sulla gestione dell'impresa, trasmettendo i relativi verbali delle riunioni e degli accertamenti svolti e ogni altra utile documentazione*", eventualmente affidando alla Consob la definizione di criteri di rilevanza.
- Per le banche e le SIM quotate, valutare forme di coordinamento tra le segnalazioni ex art. 52 TUB e art. 149 TUF, anche tramite scambio di informazioni tra le Autorità, per evitare duplicazioni.
- Inserire nell'art. 149 una clausola di raccordo con le funzioni attribuite all'organo di controllo da altre norme, incluse quelle di derivazione europea.
- Riprodurre negli artt. 151.1, 151-bis e 151-ter l'inciso della norma generale sui presupposti della convocazione dell'assemblea.

2. Offerta fuori sede tramite sedi di negoziazione: esclusione del diritto di recesso (art. 30 TUF)

L'art. 30, comma 6, TUF sospende per sette giorni l'efficacia degli ordini conferiti fuori sede, per proteggere il cliente dall'effetto sorpresa. Il presidio è sproporzionato quando l'offerta di strumenti finanziari avviene tramite le infrastrutture di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, modalità di distribuzione ampiamente utilizzata in Italia. In questi casi il cliente opera in

un contesto di trasparenza pre e post negoziazione e restano ferme le regole di condotta, di valutazione di adeguatezza o appropriatezza e di product governance applicabili all'intermediario.

Il recesso è già escluso per i titoli di Stato distribuiti tramite le infrastrutture di mercato, fattispecie analoga sotto il profilo della consapevolezza dell'investitore retail. Il regime differenziato non trova giustificazione e penalizza proprio le sedi di negoziazione nazionali, la cui competitività è uno degli obiettivi dichiarati della riforma.

Proposta:
Escludere il diritto di recesso di cui all'art. 30, comma 6, per le offerte di vendita o sottoscrizione di strumenti finanziari effettuate mediante le strutture informatiche e telematiche di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.

3. Assemblee degli azionisti: la filiera delle comunicazioni tra intermediari ed emittenti (artt. 83-sexies, 125-bis.1 e 127-bis TUF)

Dalle assemblee successive al 30 settembre 2026, l'art. 125-bis.1 consente all'organo amministrativo di prevedere lo svolgimento delle assemblee esclusivamente con mezzi di telecomunicazione o tramite il rappresentante designato. In queste modalità l'emittente deve conoscere i legittimati prima dell'adunanza per calcolare i quorum. L'art. 83-sexies, comma 4, secondo periodo, continua invece a far salva la legittimazione quando le comunicazioni degli intermediari pervengono oltre i termini, purché entro l'inizio dei lavori: una tolleranza incompatibile con la gestione telematica delle assemblee.

Analogamente, nelle società quotate la legittimazione al recesso è sempre attestata dall'intermediario depositario, che appone il vincolo sui titoli e trasmette la comunicazione all'emittente attraverso reti telematiche sicure. La raccomandata del socio richiesta dall'art. 127-bis, comma 2, con rinvio all'art. 2437-bis c.c., è un duplicato che genera ritardi e disallineamenti a danno dello stesso socio. Il tema è destinato a crescere: la riforma conferma il recesso nel downlisting e la stessa legge ha già adottato la logica opposta per l'OPA parziale, prevedendo all'art. 107, comma 2, comunicazioni elettroniche degli intermediari che consentono ai titolari di esprimersi in via telematica.

Il nuovo art. 125-bis.1, comma 4, TUF prevede la possibilità di stabilire statutariamente o con regolamento approvato dall'organo amministrativo una soglia minima di possesso azionario. Tuttavia, tale previsione non viene richiamata dal comma 6 del medesimo articolo per le società con azioni ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione. Si suggerisce di valutare l'estensione di tale possibilità (e delle relative tutele), atteso che la finalità della novità è agevolare il processo assembleare.

Proposte:

- Sopprimere il secondo periodo dell'art. 83-sexies, comma 4, rendendo perentorio il termine. In subordine, prevedere la perentorietà almeno per le assemblee svolte esclusivamente con mezzi di telecomunicazione o tramite il rappresentante designato.
- Introdurre nell'art. 127-bis un comma 2-bis che affidi alla Consob la disciplina delle modalità di attestazione della legittimazione al recesso tramite la comunicazione dell'intermediario, in sostituzione della raccomandata del socio.
- Richiamare, al comma 6 dell'art. 125-bis.1 TUF, la previsione di cui al comma 4 del medesimo articolo.

4. Offerte pubbliche e acquisto totalitario: coerenza del put up or shut up e coordinamento della disciplina (artt. 101-bis, 102, 108, 111 e 112-bis TUF)

Il nuovo art. 102, comma 8, consente alla Consob di attivarsi sulla sola base di notizie o indiscrezioni relative a una possibile offerta, senza il riferimento alle irregolarità nell'andamento del mercato dei titoli presente nella norma previgente, e prevede che, in caso di silenzio o diniego, il potenziale offerente non possa promuovere un'offerta per dodici mesi. Il nuovo art. 112-bis, comma 11, disciplina invece l'acquisto totalitario, subordinando l'attivazione della Consob alla presenza di irregolarità nell'andamento del mercato e prevedendo un periodo di inibizione di sei mesi. I due istituti, pur rispondendo a una funzione analoga, presentano pertanto presupposti applicativi e conseguenze differenti.

Il riferimento alle sole indiscrezioni rende inoltre il potere poco prevedibile e suscettibile di utilizzi difensivi: un concorrente o la stessa società target potrebbe far circolare notizie su una possibile offerta per anticipare gli obblighi del potenziale offerente e condizionare trattative ancora in corso. Resta altresì incerta la nozione di potenziale offerente, in particolare con riguardo alla rilevanza di attività preliminari, quali una richiesta di informazioni al consiglio di amministrazione della target, nonché il coordinamento con la facoltà di ritardare la comunicazione di informazioni privilegiate. Per prevenire applicazioni distorsive dell'istituto, sarebbe preferibile introdurre già nella normativa primaria il potere di Consob di estendere il termine originariamente indicato al potenziale offerente o al potenziale acquirente su richiesta dello stesso e/o della *target* qualora, ad es., confermi l'esistenza di negoziazioni in corso con l'azionista di riferimento e/o contatti con la *target*, a seconda del caso, e trasmetta contestualmente alla Consob la prevista tempistica di completamento di tali negoziazioni, sulla scorta di quanto previsto per il corrispondente istituto all'interno del Takeover Code (cfr. Rule 2.6(c)). Si suggerisce inoltre di chiarire il raccordo fra le due discipline, ovverosia se al potenziale acquirente che non confermi la presentazione di una proposta di acquisto all'organo amministrativo della *target* ai sensi dell'art. 112-bis, comma 11, TUF sia preclusa solo la possibilità di presentare una proposta di acquisto ai sensi del medesimo istituto e non anche un'offerta non concordata (come sembrerebbe dedursi dal testo dell'art. 112-bis) e viceversa nel caso di mancata conferma da parte del potenziale offerente ai sensi dell'art. 102, comma 8, TUF.

Sempre con riferimento alla procedura di acquisto totalitario (art. 112-bis TUF), la norma di cui al comma 1 sembra rimettere esclusivamente all'organo amministrativo la possibilità di identificare il "potenziale acquirente" del 100% delle azioni della *target*. Tuttavia, al comma 5, lettera a), si chiarisce che – in aggiunta al quorum dei ¾ del capitale rappresentato in assemblea – debba constare il voto favorevole della maggioranza dei soci diversi – tra l'altro – "*dal socio che abbia presentato la proposta e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, se già azionisti della società*". Si suggerisce pertanto di modificare il comma 1 per chiarire che l'identificazione da parte dell'organo amministrativo possa avvenire anche su proposta di uno o più azionisti.

Si rileva, inoltre, che, rispetto alla proposta contenuta nello schema di decreto di riforma, è stata rimossa dal perimetro del potere regolamentare della Consob la disciplina delle modifiche alla proposta di acquisto. Si suggerisce invece di esplicitare la possibilità di apportare modifiche alla proposta (si pensi, ad es., a incrementi di corrispettivo nel caso in cui venga promossa un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni prima dell'assemblea straordinaria).

Ulteriori profili di coordinamento riguardano la disciplina dell'azione di concerto. In particolare, la definizione di «parti interessate» contenuta nell'art. 101-bis, comma 4-quater, dovrebbe essere verificata alla luce della presunzione relativa di concerto prevista dal comma 4-bis, che menziona i direttori generali (assenti invece nella nozione di parti interessate) e non fa invece riferimento alle società collegate (incluse nella nozione di parti interessate).

Con riferimento allo *squeeze-out*, occorre inoltre chiarire il coordinamento tra il nuovo art. 111, comma 1, che consente l'esercizio del diritto di acquisto a seguito del raggiungimento del 90% anche per effetto degli acquisti effettuati in adempimento dell'obbligo previsto dall'art. 108, comma 2 (che già presuppone il superamento della soglia del 90%). Tale coordinamento dovrebbe consentire di individuare con certezza le condizioni aggiuntive rispetto alla disciplina pregressa in presenza delle quali può essere esercitato il diritto di acquisto.

Infine, merita una valutazione la disciplina dell'OPA da consolidamento e della maggiorazione del voto nei casi in cui il superamento della soglia rilevante non comporti un effettivo mutamento del controllo. Si tratta di fattispecie per le quali può essere opportuno verificare la proporzionalità degli obblighi e degli effetti previsti dalla disciplina nazionale, anche considerando che tali meccanismi non sono imposti dalla direttiva OPA.

Proposte:

- Allineare l'art. 102, comma 8, all'art. 112-bis, comma 11, reintroducendo il riferimento alle irregolarità nell'andamento del mercato e riducendo a sei mesi il periodo di inibizione, in linea con il modello del *Takeover Code* britannico cui la regola si ispira.
- Chiarire se l'applicazione della *put up or shut up rule* ai sensi dell'art. 102, comma 8, TUF impedisca al potenziale offerente anche la presentazione di una proposta di acquisto ai sensi dell'art. 112-*bis* TUF e, viceversa, se l'applicazione della *put up or shut up rule* ai sensi dell'art.

112-bis, comma 11, TUF impedisca al potenziale acquirente anche la promozione di un'offerta pubblica ai sensi dell'art. 102 TUF.

- Precisare la nozione di potenziale offerente e prevedere che la Consob possa rimuovere il vincolo in presenza di circostanze oggettive sopravvenute (ad es., promozione di un'offerta o annuncio di una proposta di acquisto che coinvolga un terzo soggetto).
- Introdurre il potere della Consob di estendere il termine originariamente indicato al potenziale offerente o al potenziale acquirente in presenza di circostanze giustificative (ad es., conferma da parte del soggetto rilevante della sussistenza di trattative ancora in corso e presentazione di una tempistica entro la quale confermare o meno il lancio dell'offerta o la presentazione della proposta di acquisto).
- Reintrodurre il potere della Consob di disciplinare le modalità di modifica della proposta di acquisto.
- Coordinare la definizione di «parti interessate» dell'art. 101-bis, comma 4-quater, con la presunzione relativa di concerto del comma 4-bis, chiarendo il trattamento dei direttori generali e delle società collegate.
- Chiarire la portata dell'art. 111, comma 1, con riferimento al coordinamento con l'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 2, e alle condizioni per l'esercizio del diritto di acquisto.
- Valutare l'introduzione di un'esenzione dall'OPA da consolidamento e dagli effetti della maggiorazione del voto nei casi in cui il superamento della soglia non determini un effettivo mutamento del controllo, trattandosi di fattispecie non imposte dalla direttiva OPA.

5. Governance degli intermediari quotati: coordinamento con la disciplina di settore (artt. 147-sexies, 148, 148.3 TUF; art. 36 DL 201/2011)

La riforma uniforma la disciplina dei tre modelli di amministrazione e controllo e porta a livello di norma primaria regole finora affidate all'autodisciplina. Per banche e SIM quotate queste regole si sovrappongono a una disciplina di settore già completa, con il rischio di un doppio regime sugli stessi presidi.

Il nuovo art. 147-sexies descrive in dettaglio compiti di organi delegati, consiglio e comitato rischi sul sistema di controllo interno, materia che per le banche è già regolata dalla Circolare Banca d'Italia n. 285/2013. Il regolamento ministeriale previsto dall'art. 148 sui requisiti di indipendenza, richiamato anche per gli amministratori dall'art. 147-ter, si aggiunge ai requisiti degli esponenti bancari del DM 169/2020. Nel sistema monistico, adottato da importanti banche quotate, i rinvii trasferiscono al comitato per il controllo sulla gestione regole pensate per organi esterni al consiglio.

Proposte:

- Trasformare l'art. 147-sexies in una norma di principio sulla responsabilità del consiglio per il sistema di controllo interno, con clausola di prevalenza della disciplina di settore per gli intermediari vigilati.
- Prevedere che per banche e SIM i requisiti di indipendenza definiti dalla disciplina di settore siano considerati equivalenti a quelli del regolamento ex art. 148, o comunque coordinare i due regimi.
- Rivedere i rinvii che applicano al comitato per il controllo sulla gestione regole proprie degli organi di controllo esterni al consiglio.

6. Cooperative compliance e dialogo con le Autorità (artt. 3 e 3-bis TUF)

L'Associazione condivide l'introduzione del modello di cooperative compliance. Il suo valore dipende da tempi di risposta certi, perché i quesiti riguardano spesso progetti in fase di sviluppo.

Proposta:
Prevedere nella norma primaria che i regolamenti fissino termini massimi di risposta.

7. Accesso, permanenza e uscita dal mercato: regime delle neoquotate e downlisting (artt. 133, comma 1-bis, e 154.1-154.5 TUF; art. 16 D.Lgs. 47/2026)

Un primo profilo riguarda il downlisting e la tutela degli azionisti nella successiva uscita dal mercato. La riforma ha previsto specifiche tutele in occasione del passaggio dal mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione, tra cui il diritto di recesso e la sterilizzazione degli effetti del voto potenziato. Resta tuttavia da considerare la fase successiva al trasferimento: l'eventuale uscita dal sistema multilaterale è rimessa alle regole della sede di negoziazione di destinazione e del relativo gestore. In assenza di adeguati presidi minimi, il passaggio a un sistema multilaterale potrebbe quindi essere seguito dalla cessazione delle negoziazioni anche in tempi ravvicinati, determinando un risultato sostanzialmente analogo a un delisting diretto dal mercato regolamentato, ma senza necessariamente assicurare garanzie equivalenti agli azionisti di minoranza. Si pone pertanto l'esigenza di evitare che il ricorso a un percorso di uscita articolato in due fasi possa comportare un aggiramento delle tutele previste per il delisting diretto, senza per questo introdurre vincoli legislativi eccessivamente rigidi che riducano la flessibilità dei sistemi multilaterali.

Un secondo profilo riguarda il ruolo delle minoranze non correlate nelle decisioni sul downlisting. La riforma valorizza il voto favorevole dei soci non correlati (*whitewash*) in diverse fattispecie, tra cui l'acquisto totalitario, l'adesione al regime opzionale previsto per le PMI e l'esclusione del diritto di recesso per le neoquotate. Tale criterio consente di rafforzare la legittimazione delle decisioni che possono incidere in misura significativa sulla posizione degli azionisti di minoranza, evitando che il loro esito dipenda esclusivamente dal voto dei soggetti che hanno un interesse particolare nell'operazione.

La disciplina del downlisting, invece, rimette alla Consob la definizione delle maggioranze necessarie, senza richiamare espressamente il voto favorevole dei soci non correlati. Sarebbe opportuno chiarire che tale criterio costituisce un riferimento anche per questa fattispecie, in modo da assicurare coerenza sistematica tra istituti caratterizzati da esigenze di tutela comparabili.

Un ulteriore profilo concerne la stabilità e la certezza dei regimi opzionali per le neoquotate e le PMI. Occorre precisare quali conseguenze derivino dall'acquisto o dalla perdita della qualifica di PMI durante il periodo di applicazione del regime prescelto e se, e a quali condizioni, le opzioni esercitate possano continuare a produrre effetti. È inoltre necessario chiarire se il voto favorevole dei soci non correlati debba essere richiesto anche per le successive modifiche statutarie che incidano sul regime opzionale, oltre che per la sua prima adozione, e quale disciplina si applichi alle clausole statutarie già introdotte prima dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni. In mancanza di indicazioni sufficientemente chiare, gli emittenti potrebbero trovarsi nell'incertezza circa la permanenza dei regimi adottati e la necessità di sottoporre nuovamente le relative scelte all'approvazione degli azionisti.

Infine, occorre disciplinare il coordinamento temporale tra le opzioni già esercitate e la successiva regolamentazione Consob. In particolare, con riferimento all'opzione prevista dall'art. 154.5 TUF in materia di operazioni con parti correlate, è opportuno chiarire gli effetti delle scelte statutarie compiute dagli emittenti prima dell'adozione della disciplina attuativa della Consob. L'assenza di una disposizione di salvaguardia potrebbe infatti determinare incertezze sulla validità e sulla continuità del regime già adottato, nonché sull'eventuale necessità di modificare lo statuto o di ripetere le procedure di approvazione. È quindi opportuno assicurare che l'intervento regolamentare non comprometta gli effetti delle opzioni legittimamente esercitate in precedenza, fatti salvi gli eventuali adeguamenti necessari per garantire il rispetto della nuova disciplina.

Proposte:

- Prevedere che le regole delle sedi di negoziazione di destinazione assicurino, per gli emittenti provenienti da un mercato regolamentato, presidi minimi in caso di successiva cessazione delle negoziazioni. Tali presidi potrebbero essere definiti o approvati dalla Consob, così da garantire un livello adeguato di tutela degli azionisti senza introdurre un vincolo legislativo uniforme e rigido, incompatibile con la flessibilità propria dei sistemi multilaterali.
- Includere tra i criteri cui la Consob deve attenersi nella determinazione delle maggioranze necessarie per il passaggio a un sistema multilaterale il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati. L'obiettivo è assicurare coerenza con le altre fattispecie disciplinate dalla riforma nelle quali il *whitewash* è previsto quale presidio a tutela delle minoranze.
- Precisare in norma primaria gli effetti dell'acquisto o della perdita della qualifica di PMI sul regime opzionale prescelto, le condizioni alle quali il regime continua ad applicarsi e l'eventuale necessità di una nuova deliberazione in caso di modifiche statutarie successive alla prima adesione. Chiarire inoltre il trattamento delle clausole statutarie già adottate, evitando che l'incertezza sulla disciplina applicabile determini la necessità di interventi correttivi non chiaramente previsti dalla legge.

- Introdurre una disposizione transitoria che chiarisca il trattamento degli emittenti che abbiano esercitato l'opzione prevista dall'art. 154.5 TUF prima dell'adozione della disciplina Consob, assicurando continuità agli effetti delle scelte già compiute e precisando gli eventuali obblighi di adeguamento alle nuove disposizioni.

8. Governance delle società quotate: voto di lista e modalità di nomina degli amministratori ((artt. 147-bis.1 e 154.3 TUF)

Il voto di lista per la nomina degli organi sociali delle società quotate rappresenta tradizionalmente uno strumento di protezione delle minoranze azionarie e di salvaguardia dell'indipendenza di taluni esponenti degli organi di amministrazione e controllo. Tale istituto costituisce una peculiarità dell'ordinamento italiano: nei principali ordinamenti europei il meccanismo prevalente è quello dell'elezione individuale dei candidati, accompagnata da eventuali raccomandazioni espresse dal comitato per le nomine.

L'esperienza applicativa ha progressivamente rivelato alcuni limiti strutturali del meccanismo vigente, riconducibili principalmente alla sua rigidità. Il voto di lista tende infatti a cristallizzare gli equilibri proprietari esistenti più che le esigenze di composizione qualitativa dell'organo; esso inoltre non assicura sistematicamente la selezione delle competenze più adeguate alle specifiche esigenze della società.

In questa prospettiva, merita apprezzamento positivo l'introduzione, ad opera del D.Lgs. 47/2026, dell'art. 147-bis.1 TUF, che pone a carico dello statuto l'obbligo di prevedere norme che promuovano e favoriscano la professionalità, la rappresentatività e la diversità della complessiva composizione degli organi sociali. Tale disposizione, collocata sistematicamente in apertura della sezione dedicata agli organi di amministrazione delle società quotate, segnala che il voto di lista è uno strumento, non l'unico possibile, per il perseguimento di tali obiettivi qualitativi, aprendo lo spazio normativo per la valutazione di meccanismi alternativi o complementari.

Il medesimo D.Lgs. 47/2026 introduce, per gli emittenti di nuova quotazione, la possibilità che lo statuto determini le modalità di elezione degli amministratori in deroga alla disciplina generale del voto di lista, prevedendo anche la votazione individuale di ciascun candidato da parte dell'assemblea (art. 154.3, comma 1, TUF). In tale modello, ogni azione attribuisce un numero di voti pari al numero di amministratori da eleggere, con possibilità di cumulare i voti su uno o più candidati: risultano eletti i candidati che hanno ottenuto il maggior numero di voti (art. 154.3, comma 2, TUF). Il voto individuale valorizza la reputazione e le competenze del singolo candidato, consente all'assemblea di differenziare il proprio giudizio sulla composizione complessiva del consiglio e supera la logica della votazione in blocco della lista.

Alla luce di tali novità normative, appare opportuno valutare l'estensione a tutte le società quotate della facoltà di adottare, mediante *opt-in* statutario, un meccanismo di elezione individuale analogo a quello previsto per gli emittenti di nuova quotazione. Una tale evoluzione richiederebbe tuttavia il mantenimento di presidi adeguati a tutela degli azionisti di minoranza. In primo luogo, la transizione al

voto individuale dovrebbe essere subordinata a un meccanismo di *whitewash*, nel senso di prevedere che la delibera di modifica statutaria sia approvata soltanto con il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea diversi dal socio o dai soci che detengano, anche congiuntamente, una partecipazione di maggioranza superiore al dieci per cento del capitale sociale, con la previsione che la delibera si intenda in ogni caso approvata ove i soci contrari non rappresentino, anche congiuntamente, almeno il dieci per cento del capitale sociale.

In secondo luogo, a prescindere dalla modalità di elezione adottata dallo statuto, potrebbe essere preservato un principio analogo a quello già sancito dall'art. 154.3, comma 5, TUF per le società di nuova quotazione, in base al quale, qualora la società abbia emesso azioni a voto plurimo, 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 indipendenti ai sensi dell'art. 148, comma 2, TUF, lo statuto deve disporre che sia eletto almeno uno dei candidati proposti da soci che non esercitano, anche congiuntamente, il controllo e che non siano a essi correlati. Tale presidio assicurerebbe la presenza strutturale di esponenti indipendenti nell'organo di amministrazione, a prescindere dalle dinamiche del meccanismo di voto prescelto.

Accanto alla possibilità di introdurre modalità alternative di elezione degli amministratori, appare opportuno valutare alcuni interventi correttivi della disciplina del voto di lista. Anzitutto, occorrerebbe semplificare il procedimento di nomina, evitando che l'introduzione di ulteriori passaggi di selezione renda più complesso il procedimento assembleare e meno immediatamente prevedibile il rapporto tra il risultato del voto sulle liste e la composizione finale del consiglio. Inoltre, è necessario assicurare una rappresentanza effettiva delle minoranze anche quando prevalga la lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente. La determinazione dei seggi spettanti alle minoranze dovrebbe infatti garantire una rappresentanza adeguata e sufficientemente stabile, senza che questa dipenda in misura eccessiva dalla distribuzione dei consensi tra le liste.

Proposte:

- Estendere a tutte le società quotate la facoltà di prevedere statutariamente, mediante *opt-in*, un sistema di elezione individuale degli amministratori analogo a quello disciplinato dall'art. 154.3 TUF per gli emittenti di nuova quotazione, subordinando l'adozione del nuovo meccanismo a una deliberazione assembleare assistita da un adeguato presidio di *whitewash*, al fine di evitare che la modifica sia imposta dai soci di controllo in pregiudizio delle minoranze.

- Prevedere, indipendentemente dal sistema di elezione prescelto, adeguati presidi per garantire la presenza di amministratori espressione delle minoranze e il mantenimento di un livello appropriato di indipendenza del consiglio, valorizzando il principio già previsto dall'art. 154.3, comma 5, TUF per gli emittenti di nuova quotazione e valutandone l'estensione alle altre società quotate.

- Eliminare la seconda votazione individuale sui candidati della lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente qualora tale lista risulti la più votata. La previsione di un'ulteriore

votazione sui singoli candidati introduce infatti un livello aggiuntivo di selezione che può alterare la corrispondenza tra il consenso espresso dall'assemblea sulle liste e la composizione finale del consiglio, rendendo meno lineare e prevedibile il procedimento di nomina. La sua eliminazione consentirebbe pertanto di semplificare il procedimento assembleare e di assicurare una maggiore coerenza tra il risultato del voto sulle liste e la nomina degli amministratori, ferma restando la necessità di garantire un'adeguata rappresentanza delle minoranze.

- Stabilire che, in caso di prevalenza della lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente, sia comunque riservata alle liste di minoranza una quota minima di seggi pari al 20% dei componenti del consiglio, eventualmente innalzabile dallo statuto, assicurando che, in caso di risultato non intero, il numero dei seggi sia arrotondato per eccesso all'unità superiore. Tale previsione consentirebbe di garantire una rappresentanza effettiva delle minoranze, evitando che il numero di amministratori a esse spettanti risulti eccessivamente ridotto in funzione della distribuzione dei consensi tra le liste. Resterebbe ferma la possibilità di demandare allo statuto la definizione dei criteri di ripartizione dei seggi riservati tra le liste di minoranza.

9. Società di partenariato e gestione collettiva (artt. 35-novies ss. TUF)

La società di partenariato è un passo importante verso i modelli internazionali di private equity e venture capital. La forma obbligatoria di società in accomandita per azioni non è però imposta dal diritto europeo e si discosta dalla struttura GP-LP prevalente all'estero, realizzata in forme più vicine alla nostra società in accomandita semplice. L'esperienza lussemburghese, passata dalla SCA alla SCSp come schema prevalente, indica la direzione. La disciplina secondaria della Banca d'Italia sulle società di partenariato non è ancora stata posta in consultazione: c'è quindi spazio per intervenire prima che la prassi si consolidi.

Proposta:
Consentire la costituzione della società di partenariato anche in forma di società in accomandita semplice, fermi la disciplina come FIA riservato e i presidi su gestione, responsabilità, segregazione patrimoniale, depositario e categorie di investitori ammessi. I temi più ampi della gestione collettiva, come le classi di quote e la moltiplicazione delle sottocategorie di gestori, potrebbero essere affrontati in un tavolo tecnico separato.

10. Politica di remunerazione e voto non vincolante (art. 123-ter TUF)

Il nuovo art. 123-*ter*, comma 3-*quater*, TUF consente di prevedere statutariamente che il voto assembleare sulla politica di remunerazione non sia vincolante; in tal caso, qualora l'assemblea non approvi la politica proposta, si prevede un obbligo di sottoporre una politica di remunerazione al più tardi alla successiva assemblea prevista dall'art. 2364, secondo comma, del codice civile o di cui all'art. 2364-bis, secondo comma, del codice civile.
In tale contesto, al previgente comma 3-bis, che chiariva che "*Le società attribuiscono compensi solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci*" si aggiunge che la società

attribuisce compensi in conformità con tale politica da ultimo approvata o sottoposta alla votazione dei soci. Tuttavia, sebbene il comma 3-*ter* – per l'ipotesi di voto vincolante – disciplini espressamente le conseguenze per il caso di mancata approvazione della politica (i.e., obbligo della società di corrispondere le remunerazioni in conformità alla più recente politica approvata dall'assemblea o, in mancanza, in base alla prassi vigente), il comma 3-*quater* nulla prevede con riferimento all'ipotesi di voto non vincolante e mancata approvazione della politica in assemblea.

Per ragioni di coerenza e di certezza applicativa, si suggerisce pertanto di esplicitare in tale comma 3-*quater* che, nel caso di mancata approvazione da parte dell'assemblea (in assenza di voto vincolante), le remunerazioni sono corrisposte in conformità alla più recente politica sottoposta all'approvazione dei soci (ancorché non approvata). Per analoghe ragioni di chiarezza, si suggerisce di chiarire al comma 3-bis che le società attribuiscono compensi solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci ovvero, nel caso *sub* comma 3-quater, con la più recente politica di remunerazione approvata dai soci o sottoposta alla loro votazione.

Proposte:

- Chiarire al comma 3-bis dell'art. 123-ter TUF quanto evidenziato: "*La politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo. Fermo quanto previsto dal comma 3-ter, le società sottopongono al voto dei soci la politica di remunerazione di cui al comma 3 con la cadenza richiesta dalla durata della politica definita ai sensi del comma 3, lettera a), e comunque almeno ogni tre anni o in occasione di modifiche della politica medesima. Le società attribuiscono compensi solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci ovvero**, **nel caso di cui al comma 3-quater,** *sottoposto~~a~~* **~~o~~** *alla loro votazione. In presenza di circostanze eccezionali le società possono derogare temporaneamente alla politica di remunerazione, purché la stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare. Per circostanze eccezionali si intendono solamente situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato*".

- Chiarire al comma 3-quater dell'art. 123-ter TUF quanto evidenziato: "*Ove lo statuto disponga che la deliberazione prevista dal comma 3-bis non è vincolante, l'esito della votazione è messo a disposizione del pubblico ai sensi dell'articolo 125-quater, comma 2. Nel caso in cui l'esito della votazione sia contrario, la società* ***corrisponde remunerazioni conformi alla più recente politica di remunerazione sottoposta all'approvazione dei soci e*** *sottopone al voto dei soci una nuova politica di remunerazione al più tardi in occasione della successiva assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, del codice civile o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364-bis, secondo comma, del medesimo codice*".

11. Transizione, coordinamento e affinamenti puntuali

Nella fase di prima applicazione della riforma, la pluralità delle date di entrata in vigore e di efficacia delle disposizioni, unitamente ai diversi tempi di adozione degli atti attuativi della Consob e della Banca d'Italia, può rendere complessa l'individuazione della disciplina applicabile alle singole fattispecie. È pertanto importante assicurare un quadro coordinato delle scadenze e verificare la coerenza delle disposizioni transitorie, anche in relazione al D.Lgs. 128/2026 in materia di sistema sanzionatorio. Accanto a tali profili, si segnalano alcuni interventi puntuali volti a ridurre oneri non necessari e a chiarire questioni interpretative rimaste aperte.

Proposte:

- Pubblicare un calendario consolidato delle disposizioni del D.Lgs. 47/2026, dei relativi atti attuativi e delle rispettive date di efficacia, in modo da consentire agli operatori di individuare con certezza la disciplina applicabile nei diversi momenti. Verificare inoltre la coerenza dei rinvii e delle disposizioni transitorie tra il D.Lgs. 47/2026 e il D.Lgs. 128/2026, al fine di prevenire sovrapposizioni, lacune o incertezze interpretative nella prima applicazione della riforma.
- Eliminare l'obbligo di pubblicazione per estratto dell'avviso di convocazione sui quotidiani, già soppresso nello schema di decreto e successivamente reintrodotto. Tale adempimento comporta costi aggiuntivi e può richiedere, nella prassi, un giorno ulteriore rispetto ai termini ordinari, senza che ne emerga un beneficio informativo proporzionato rispetto agli strumenti di pubblicità già disponibili. In subordine, qualora fosse mantenuto l'obbligo di pubblicazione per estratto sui quotidiani, si chiede di chiarire che il termine di convocazione decorre dalla pubblicazione dell'avviso sul sito internet dell'emittente, al fine di assicurare certezza circa il rispetto del termine previsto dalla legge ed evitare possibili disallineamenti con i tempi tecnici della pubblicazione a mezzo stampa
- Chiarire l'ammissibilità dell'arbitraggio gestionale negli statuti delle S.p.A., almeno per quelle non quotate. L'art. 838-quinquies c.p.c. riconosce infatti espressamente alle S.r.l. la possibilità di introdurre nello statuto clausole che demandino a un terzo la risoluzione di contrasti gestionali tra amministratori (*arbitraggio gestionale*). L'assenza di un'analoga previsione per le S.p.A. ha alimentato dubbi interpretativi, limitando le opzioni organizzative disponibili anche in operazioni di *private equity*.

D.LGS. 128/2026 – La riforma del sistema sanzionatorio del TUF

Il D.Lgs. n. 128/2026 ha introdotto importanti innovazioni in materia sanzionatoria. Alcuni istituti, quali il rafforzamento dell'istituto degli impegni e l'applicazione concordata delle sanzioni, richiedono tuttavia ulteriori interventi attuativi. La riforma presenta inoltre alcuni profili che potrebbero essere oggetto di interventi migliorativi, con particolare riferimento ai seguenti aspetti.

1. Applicabilità della *lex mitior* e del principio del *favor rei*

Il nuovo art. 195.1, commi 1 e 2, del TUF prevede espressamente l'applicazione di un principio del *favor rei* esteso sia alla fattispecie sia al trattamento sanzionatorio per le violazioni in materia di abusi di mercato (abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato), in linea con un orientamento già da tempo consolidato nella giurisprudenza costituzionale.

Per le altre violazioni sanzionate dal TUF, tra cui quelle in materia di MiFID e di offerte al pubblico, il principio del *favor rei* è invece circoscritto al trattamento sanzionatorio. L'art. 195.1, comma 2, secondo periodo, stabilisce infatti che «Resta fermo che l'individuazione della violazione avviene sulla base delle disposizioni […] e relative disposizioni di attuazione vigenti al momento della commissione dell'illecito».

Tale asimmetria di disciplina potrebbe sollevare dubbi di compatibilità costituzionale e determinare conseguenze potenzialmente irragionevoli. In particolare, qualora la disciplina sopravvenuta mantenga la rilevanza dell'illecito riducendo la sanzione applicabile, troverebbe applicazione il trattamento sanzionatorio più favorevole; qualora, invece, la nuova disciplina elimini l'illecito, resterebbe applicabile la disciplina vigente al momento della commissione del fatto, con il rischio di esiti sostanzialmente iniqui.

Proposta:

Estendere a tutte le violazioni previste dal TUF l'applicazione del principio del *favor rei* sia con riferimento all'individuazione della fattispecie illecita sia con riguardo al trattamento sanzionatorio, superando l'attuale differenziazione tra abusi di mercato e altre violazioni. Tale estensione appare opportuna in considerazione della natura sostanzialmente penale o, comunque, afflittiva delle sanzioni pecuniarie e interdittive previste dal TUF.

2. Eliminazione dell'immediata esecutività delle sanzioni interdittive

La disciplina del TUF, non modificata dalla riforma, prevede l'immediata esecutività delle sanzioni interdittive. Tale previsione può determinare rilevanti criticità applicative quando il destinatario della sanzione ricopra un incarico incompatibile con la misura irrogata. In questi casi, l'interessato può essere costretto a cessare dall'incarico prima che la sanzione sia divenuta definitiva, anche quando abbia proposto impugnazione, salvo che la Corte d'appello competente ne disponga la sospensione. Ne possono derivare conseguenze pregiudizievoli non soltanto per il destinatario della sanzione, ma anche per la società interessata, in termini di continuità degli organi sociali e di ordinato svolgimento dell'attività.

Proposta:

Eliminare l'immediata esecutività delle sanzioni interdittive accessorie, prevedendone la sospensione dell'efficacia fino alla definitività del provvedimento sanzionatorio. La modifica consentirebbe di assicurare un maggiore equilibrio tra l'effettività dell'azione sanzionatoria e le esigenze di tutela dei destinatari, in coerenza con il regime generale delle sanzioni amministrative delineato dall'art. 20 della legge n. 689/1981.

3. Superamento dell'automatismo della confisca quale sanzione accessoria

La disciplina in esame mantiene il carattere automatico della confisca quale sanzione accessoria in tre ambiti: abusi di mercato, benchmark e vendite allo scoperto. Tale automatismo non risulta imposto, in quanto tale, dai rispettivi regolamenti europei (MAR, BMR e SSR) e potrebbe pertanto essere oggetto di una revisione volta a consentire una maggiore flessibilità nell'applicazione della misura, tenendo conto delle circostanze del caso concreto e delle finalità perseguite.

Proposta:

Superare l'automatismo della confisca, introducendo la possibilità di valutare la sua applicazione in concreto e di individuare, nel rispetto dei vincoli derivanti dalla normativa europea, modalità alternative di destinazione dei beni confiscati, anche a favore degli investitori danneggiati, ove ne ricorrano i presupposti. La revisione dovrebbe in ogni caso garantire il rispetto dei principi di effettività, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni.

***

L'Associazione resta a disposizione per ogni necessità di approfondimento sulle proposte avanzate.

Distinti saluti

Il Segretario Generale
Miriam Felici