



Camera dei Deputati

VI Commissione (Finanze)

Roma, 27 luglio 2026

Schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione e adeguamento per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali
Atto del Governo n. 427

Position Paper

Assogestioni



VI Commissione (Finanze)
Camera dei deputati
Position Paper Assogestioni
Roma, 27 luglio 2026

Assogestioni ringrazia la Commissione per l'opportunità di rappresentare il proprio punto di vista in merito allo schema di decreto legislativo recante recepimento della direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione e adeguamento per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali - Atto del Governo n. 427.

Premessa

Assogestioni condivide le finalità del *Listing Act* e l'obiettivo di rafforzare i mercati dei capitali europeo e italiano, facilitando l'accesso delle imprese alla quotazione, sostenendone la capitalizzazione e favorendo una maggiore canalizzazione del risparmio verso l'economia reale.

Lo sviluppo del mercato dei capitali richiede di intervenire sia sul versante della domanda, rendendo più agevole e attrattivo l'accesso delle imprese al mercato, sia sul versante dell'offerta, creando le condizioni affinché gli investitori possano destinare risorse stabili e di lungo periodo alle società italiane. In tale prospettiva, il risparmio gestito e strumenti quali i PIR svolgono un ruolo centrale nel convogliare il risparmio delle famiglie verso il finanziamento e la crescita delle imprese. Tale esigenza assume particolare rilievo con riguardo ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), ivi inclusi i mercati di crescita per le PMI, cui la Direttiva fa riferimento.

Proprio per perseguire efficacemente tali obiettivi, la flessibilità riconosciuta agli emittenti deve essere accompagnata da un quadro di *governance* chiaro, equilibrato e idoneo a rafforzare la fiducia degli investitori. Le tutele degli azionisti di minoranza non rappresentano, pertanto, un limite alla competitività del mercato, ma una condizione per ampliare la base di capitale disponibile per le imprese e favorire una partecipazione più stabile degli investitori istituzionali.



Osservazioni sullo schema di decreto di recepimento

Assogestioni valuta positivamente l'introduzione di specifici obblighi di trasparenza relativi alla struttura del capitale, ai diritti attribuiti alle diverse categorie di azioni e ai soggetti titolari dei diritti di voto plurimo. Un'informativa completa e tempestiva è essenziale affinché gli investitori possano valutare correttamente le caratteristiche della struttura di *governance* e tenerne conto nelle proprie decisioni di investimento.

La sola trasparenza, tuttavia, non appare sufficiente a garantire un adeguato equilibrio tra le esigenze dei fondatori/azionisti di controllo e quelle degli investitori che apportano capitale di rischio. Essa consente infatti di conoscere il disallineamento tra partecipazione economica e potere di voto, ma non ne limita gli effetti né impedisce che tale disallineamento divenga permanente.

Assogestioni ritiene pertanto opportuno utilizzare gli spazi riconosciuti dalla Direttiva per integrarne il recepimento con salvaguardie (*safeguards*) sostanziali e obbligatorie. Una simile impostazione è coerente con le posizioni già espresse dall'Associazione, secondo cui eventuali deviazioni dal principio "un'azione-un voto" possono essere considerate nell'ambito della fase precedente alla quotazione, purché siano accompagnate da presidi efficaci a tutela degli azionisti che non beneficino dei diritti potenziati.

Tale approccio non mette in discussione la possibilità di adottare strutture a voto plurimo prima dell'accesso al mercato, ma mira a renderle sostenibili nel tempo e maggiormente compatibili con le esigenze degli investitori istituzionali, riducendo il rischio che un'eccessiva separazione tra capitale e controllo si traduca in uno sconto di valutazione o in una minore propensione a investire.

Adozione delle strutture a voto plurimo esclusivamente prima della quotazione

Assogestioni ritiene, in primo luogo, che il decreto di recepimento debba chiarire espressamente che strutture a voto plurimo possano essere adottate, e le relative azioni possano essere emesse, esclusivamente prima dell'ammissione alle negoziazioni su un sistema multilaterale di negoziazione.

La fase di accesso al mercato rappresenta, infatti, il momento nel quale la società definisce e rende conoscibile il proprio modello di *governance* e gli investitori possono valutarne preventivamente le caratteristiche, incorporandone gli effetti nelle decisioni di investimento e nella determinazione del prezzo. La presenza di azioni a voto plurimo è, in tale contesto, uno degli elementi sulla cui base l'investitore decide consapevolmente se apportare capitale alla società, tenendo conto della minore incidenza che potrà esercitare sulle decisioni assembleari.



L'introduzione o il rafforzamento della struttura dopo l'ammissione alle negoziazioni produrrebbe, invece, una modifica successiva delle condizioni sulla cui base gli azionisti hanno effettuato il proprio investimento. Essa determinerebbe una diluizione *ex post* dei relativi diritti di voto, non accompagnata da una corrispondente compensazione, alterando il rapporto originariamente esistente tra rischio assunto e potere di partecipazione alle decisioni societarie. Tale possibilità potrebbe, inoltre, incidere negativamente sulla prevedibilità del quadro di *governance* e sulla fiducia degli investitori istituzionali, chiamati a esercitare i propri diritti secondo criteri di *stewardship* e nel rispetto dei doveri fiduciari nei confronti dei propri sottoscrittori.

Limitare l'adozione delle strutture a voto plurimo alla fase precedente all'ammissione alle negoziazioni consente, pertanto, di riconoscere agli imprenditori la flessibilità necessaria per accedere al mercato preservando, al contempo, l'affidamento degli investitori che entrano nel capitale sulla base di un assetto di diritti definito, trasparente e non modificabile unilateralmente dopo la quotazione.

Questa impostazione è coerente con la Direttiva, che si rivolge alle società non ancora presenti su un mercato regolamentato o su un MTF, e con l'articolo 127-*sexies* del TUF, che già esclude, per le società quotate su mercati regolamentati, l'emissione di nuove azioni a voto plurimo dopo l'avvio delle negoziazioni.

Essa trova altresì conferma nella recente posizione espressa dall'OCSE in merito alla flessibilità e alla protezione degli investitori nelle strutture azionarie differenziate¹, che sottolinea la differenza cruciale tra una struttura definita prima dell'accesso al mercato, che può essere preventivamente conosciuta e valutata dagli investitori, e una modifica successiva, che riduce il peso dei diritti di voto sulla cui base gli azionisti avevano deciso di investire.

***Sunset clause* e approvazione degli azionisti di minoranza (*whitewash*)**

In tale quadro è ferma la necessità che le azioni a voto plurimo siano emesse esclusivamente prima dell'ammissione alle negoziazioni, la prima salvaguardia dovrebbe essere rappresentata da una clausola di decadenza (*sunset clause*) obbligatoria, che preveda la cessazione automatica dei diritti di voto plurimo dopo un periodo predeterminato dall'ammissione alle negoziazioni. Un termine di sette anni consentirebbe al fondatore o all'azionista di riferimento di preservare la continuità

¹OCSE, Policy Brief *Flexibility and investor protection in share class structures*, pubblicato il 16 luglio 2026 e reperibile al link https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2026/07/flexibility-and-investor-protection-in-share-class-structures_486bf847/49a978ad-en.pdf



strategica della società nella fase iniziale di apertura al mercato, evitando al contempo che il rafforzamento del controllo assuma carattere indefinito.

L'eventuale mantenimento della struttura oltre tale periodo dovrebbe essere possibile esclusivamente per una durata ulteriore limitata e subordinato all'approvazione degli azionisti non beneficiari dei diritti di voto potenziati. Un meccanismo di *whitewash* consentirebbe di verificare periodicamente se le ragioni che avevano originariamente giustificato il voto plurimo siano ancora presenti e se il mantenimento della struttura risponda all'interesse della società e degli azionisti tutti.

La soluzione non precluderebbe il mantenimento della struttura ma lo subordinerebbe a una nuova valutazione degli azionisti di minoranza, preservando l'equilibrio tra stabilità imprenditoriale, responsabilizzazione dell'azionista di controllo e tutela degli investitori.

Anche la posizione dell'OCSE evidenzia del resto che i benefici del controllo rafforzato possono ridursi con la maturazione della società, mentre i rischi di *entrenchment* e i costi di agenzia tendono ad aumentare nel tempo. L'OCSE individua, pertanto, nelle *sunset clauses* e nell'approvazione periodica degli azionisti strumenti idonei a bilanciare flessibilità e tutela degli investitori.

Sterilizzazione dei voti multipli per le deliberazioni più sensibili

Accanto alla *sunset clause*, appare opportuno prevedere che, per alcune deliberazioni particolarmente rilevanti, ciascuna azione attribuisca un solo voto, indipendentemente dai diritti differenziati eventualmente previsti.

La sterilizzazione del voto potenziato dovrebbe riguardare le decisioni che possono modificare radicalmente le condizioni dell'investimento, determinando l'uscita della società dal mercato o il passaggio a un diverso quadro di regole e tutele. In particolare, il voto plurimo dovrebbe essere neutralizzato nelle deliberazioni aventi a oggetto:

- fusioni o altre operazioni straordinarie che comportino, anche indirettamente, l'esclusione delle azioni dalle negoziazioni;
- la revoca o l'esclusione delle azioni dalle negoziazioni;
- il trasferimento della sede sociale all'estero.

Si tratta di decisioni che incidono in modo radicale sul rapporto tra la società, il mercato e i suoi azionisti e che possono determinare una significativa riduzione della liquidità dell'investimento e delle tutele applicabili. In tali circostanze, il principio di proporzionalità tra capitale investito e diritto di voto dovrebbe tornare a operare pienamente, evitando che il soggetto beneficiario del voto potenziato possa



determinare, con un investimento economico limitato, l'uscita della società dal mercato o il trasferimento verso un diverso quadro regolamentare.

L'opportunità di un simile presidio è confermata anche da alcune criticità emerse nella prassi delle offerte pubbliche di acquisto. In talune operazioni formalmente configurate come OPA totalitarie, ma sostanzialmente orientate al *delisting*, i diritti di voto potenziati hanno potuto costituire una leva negoziale per favorire l'adesione all'offerta o per agevolare l'approvazione di successive operazioni straordinarie, quali fusioni per incorporazione in società non quotate, funzionali all'uscita dal mercato.

In tali situazioni, gli azionisti di minoranza possono trovarsi esposti a una pressione indiretta ad aderire all'offerta, per evitare di mantenere una partecipazione in una società non più negoziata, con conseguenze rilevanti sulla liquidabilità dell'investimento e, per gli investitori istituzionali, sulla compatibilità della partecipazione con le strategie di portafoglio e con i relativi vincoli prudenziali. La sterilizzazione non impedirebbe il compimento dell'operazione, ma assicurerebbe che la decisione finale sull'uscita dal mercato sia assunta in proporzione al capitale effettivamente investito e non sia condizionata dal voto potenziato.

La tutela proposta non costituirebbe, peraltro, una novità per il mercato italiano. Il Regolamento Emittenti di Euronext Growth Milan² prevede già che, nelle deliberazioni che possono comportare anche indirettamente l'esclusione dalle negoziazioni, non si tenga conto dei voti multipli. Lo stesso Regolamento richiede, inoltre, il voto favorevole di almeno il 90 per cento del capitale presente in assemblea per ciascuna categoria di azioni ammesse alle negoziazioni³. La presente proposta mira, quindi, a riconoscere nella normativa primaria un principio già presente nelle regole del mercato italiano dedicato alla crescita delle PMI, rendendolo più stabile e applicabile in modo uniforme.

La medesima soluzione sarebbe inoltre coerente con la disciplina già introdotta nel TUF per le società quotate sui mercati regolamentati, che neutralizza voti maggiorati e plurimi nelle principali deliberazioni che possono condurre, direttamente o indirettamente, al *delisting*⁴.

In termini analoghi, l'OCSE richiama la sterilizzazione del voto potenziato per specifiche operazioni societarie tra gli strumenti di protezione degli azionisti di

² V. art 41 e relative Linee Guida.

³ Il quorum del 90 per cento costituisce un'ulteriore tutela valutata positivamente dagli investitori, poiché richiede un consenso ampio e rappresentativo per le decisioni così rilevanti come quelle suscettibili di determinare, anche indirettamente, l'uscita della società dal mercato.

⁴ Cfr artt. 127-quinquies, comma 10-bis, e art 127-sexies comma 3-bis del TUF, introdotti dal decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47.



minoranza, nell'ambito di un quadro che concili libertà nella configurazione della struttura del capitale, correttezza del processo decisionale e fiducia degli investitori.

Conclusioni

Assogestioni ritiene che il recepimento della Direttiva rappresenti un'importante occasione per definire un quadro equilibrato, capace di rendere il mercato italiano attrattivo sia per le imprese che intendono accedervi sia per gli investitori chiamati a finanziarne la crescita.

La previsione che le strutture a voto plurimo possano essere adottate esclusivamente prima dell'ammissione alle negoziazioni, unitamente a una *sunset clause* obbligatoria, a un meccanismo di approvazione degli azionisti di minoranza e alla sterilizzazione dei voti multipli per le deliberazioni che incidono sulla permanenza della società sul mercato, non ridurrebbe la flessibilità riconosciuta agli emittenti. Al contrario, consentirebbe agli imprenditori di definire prima dell'accesso al mercato il modello di *governance* ritenuto più adatto, assicurando al contempo agli investitori la stabilità e la prevedibilità dei diritti sulla cui base hanno assunto la decisione di investimento.

Mercati dei capitali più profondi e competitivi richiedono regole capaci di attrarre contemporaneamente nuove società e capitale istituzionale. Adeguate *safeguards* possono contribuire a rafforzare la fiducia, la liquidità e la qualità del mercato, creando le condizioni affinché il risparmio gestito e gli strumenti di investimento di lungo periodo possano sostenere in misura crescente il finanziamento dell'economia reale e la crescita delle imprese italiane.