



Bruxelles, 7.12.2022  
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Proposta di

**DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO**

**sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla  
negoziatura delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI**

(Testo rilevante ai fini del SEE)

## RELAZIONE

### 1. CONTESTO DELLA PROPOSTA

#### • **Motivi e obiettivi della proposta**

La presente proposta rientra nel pacchetto della normativa sulle quotazioni, una serie di misure volte a rendere i mercati dei capitali pubblici più attraenti per le imprese dell'UE e a facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese (PMI) al capitale. È in linea con l'obiettivo primario dell'Unione dei mercati dei capitali di migliorare l'accesso alle fonti di finanziamento basate sul mercato per le imprese dell'UE in qualunque fase del loro sviluppo, anche per le imprese più piccole. Le società quotate spesso superano le società private in termini di crescita annua delle entrate e creazione di posti di lavoro. Mediante le quotazioni sui mercati pubblici, le imprese possono diversificare la propria base di investitori, ridurre la propria dipendenza dai finanziamenti bancari, ottenere un accesso più agevole al capitale proprio e a finanziamenti con ricorso al credito aggiuntivi (attraverso offerte secondarie), migliorare il loro profilo pubblico e rafforzare la notorietà del marchio.

Dalla pubblicazione del primo piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali nel 2015, sono stati compiuti progressi per rendere l'accesso ai mercati pubblici più semplice e meno oneroso per le imprese, in particolare per le PMI. Nel gennaio 2018 la direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari II (MiFID II)<sup>1</sup> ha introdotto una nuova categoria di sistemi multilaterali di negoziazione, i mercati di crescita per le PMI, al fine di incentivare l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali<sup>2</sup>. Nel 2019 sono state introdotte nuove norme dell'UE di semplificazione amministrativa e normativa per le società che intendono quotarsi sui mercati di crescita per le PMI, preservando al tempo stesso un elevato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato<sup>3</sup>. Tuttavia, nonostante le modifiche introdotte, i portatori di interessi continuano a sostenere la necessità di ulteriori interventi normativi per semplificare il processo di quotazione e renderlo più flessibile per gli emittenti. Nel quadro del nuovo piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali adottato nel settembre 2020 è stato annunciato che "al fine di promuovere e diversificare l'accesso ai finanziamenti da parte di imprese innovative e di piccole dimensioni, la Commissione cercherà di semplificare le norme di quotazione per i mercati pubblici". In linea con tale piano e facendo leva sul regolamento (UE) 2019/2115, la Commissione ha istituito un Gruppo tecnico di portatori d'interesse (*Technical Expert Stakeholder Group*, TESG) esperti sulle PMI che ha confermato le preoccupazioni dei portatori di interessi circa la necessità di ulteriori interventi legislativi a sostegno della quotazione delle imprese, in particolare delle PMI. Nella relazione finale del

---

<sup>1</sup> Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (rifusione) (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

<sup>2</sup> Affinché un sistema multilaterale di negoziazione si qualifichi come un mercato di crescita per le PMI, almeno il 50 % degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione nel sistema multilaterale di negoziazione devono essere PMI, ossia imprese che hanno una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di EUR ai sensi della MiFID II (cfr. considerando 132 della MiFID II). Al fine di garantire un livello adeguato di tutela degli investitori, le norme di quotazione nei mercati di crescita per le PMI devono inoltre soddisfare determinati criteri di qualità, tra cui la necessità di redigere un documento di ammissione adeguato (quando il prospetto non è richiesto) e di rispettare l'informativa finanziaria periodica. Il quadro di riferimento per il mercato di crescita per le PMI è stato messo a punto per riconoscere ulteriormente le esigenze specifiche delle PMI che accedono per la prima volta ai mercati azionari e obbligazionari.

<sup>3</sup> Regolamento (UE) 2019/2115 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, che modifica la direttiva 2014/65/UE e i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI (GU L 320 dell'11.12.2019, pag. 1).

maggio 2021 il TESG ha formulato 12 raccomandazioni per modificare il quadro di quotazione sia sui mercati regolamentati sia sui mercati di crescita per le PMI<sup>4</sup>.

Il 15 settembre 2021 la presidente von der Leyen ha annunciato nella lettera d'intenti<sup>5</sup> indirizzata al Parlamento e alla presidenza del Consiglio una proposta legislativa per facilitare l'accesso delle PMI al capitale, che è stata inserita nel programma di lavoro per il 2022 della Commissione<sup>6</sup>.

La decisione di una società di quotarsi è complessa ed è influenzata da una moltitudine di fattori, molti dei quali non rientrano nella sfera di competenza delle autorità di regolamentazione e pertanto non possono essere affrontati direttamente da un intervento legislativo. Ad esempio le caratteristiche dell'ecosistema che determinano il costo dei servizi di quotazione, l'instabilità geopolitica, la Brexit, la COVID-19, la politica della banca centrale e l'inflazione sono tutti fattori che hanno avuto (e continueranno ad avere) un impatto sull'eventualità di quotarsi, sulle tempistiche e sulle sedi di quotazione e sull'eventualità di rimanere nel mercato dell'UE. Gli obblighi normativi nonché gli oneri e i costi associati rappresentano tuttavia un altro fattore importante da considerare nella decisione di una società di quotarsi e rimanere sul mercato. Il pacchetto della normativa sulle quotazioni presenta una serie mirata di misure volte a: i) ridurre l'onere normativo laddove sia considerato eccessivo (ossia quando la regolamentazione potrebbe contribuire alla protezione degli investitori/all'integrità del mercato in modo più efficiente sotto il profilo dei costi per i portatori di interessi); e ii) aumentare la flessibilità concessa dal diritto societario ai fondatori/azionisti di controllo delle società nella scelta delle modalità di distribuzione dei diritti di voto dopo l'ammissione alla negoziazione di azioni.

Il quadro normativo applicabile al processo di quotazione è caratterizzato da molteplici aspetti. Le società devono rispettare gli obblighi normativi prima, durante e dopo l'offerta pubblica iniziale (*initial public offering*, IPO). La presente proposta si concentra sugli ostacoli normativi che emergono nella fase precedente all'IPO e riguarda la disparità di opportunità a disposizione delle imprese di tutta l'UE nella scelta di strutture di governance appropriate al momento della quotazione. La proposta di direttiva è accompagnata da altre due proposte legislative: i) una proposta di regolamento che modifica il regolamento sul prospetto<sup>7</sup> e il regolamento sugli abusi di mercato<sup>8</sup>, ii) il regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR)<sup>9</sup> e iii) una proposta di direttiva che abroga la direttiva sulle quotazioni<sup>10</sup> e modifica la MiFID II. Entrambe le proposte mirano a semplificare e chiarire gli obblighi di comunicazione al pubblico applicabili ai mercati primari e secondari, mantenendo nel

---

<sup>4</sup> *Relazione finale del Gruppo tecnico di portatori d'interesse (TESG) esperti sulle PMI - Stimolare i mercati dei capitali dell'UE per le PMI - Rendere le quotazioni nuovamente attraenti* (europa.eu).

<sup>5</sup> Cfr. pag. 4: *state\_of\_the\_union\_2021\_letter\_of\_intent\_en.pdf* (europa.eu).

<sup>6</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Programma di lavoro della Commissione per il 2022 Insieme per un'Europa più forte" (COM(2021) 645 final) *cwp2022\_en.pdf* (europa.eu).

<sup>7</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (GU L 168 del 30.6.2017, pag. 12).

<sup>8</sup> Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 1).

<sup>9</sup> Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>10</sup> Direttiva 2001/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 maggio 2001, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori (GU L 184 del 6.7.2001, pag. 1).

contempo un adeguato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato. La proposta di direttiva che abroga la direttiva sulle quotazioni e modifica la MiFID II mira inoltre a innalzare il basso livello di ricerca in materia di investimenti sulle PMI.

Uno dei principali motivi che dissuadono i fondatori e le famiglie dalla decisione di quotarsi in borsa (nella fase precedente all'IPO) è il timore di perdere il controllo sulla loro società una volta quotata. La quotazione comporta una diluizione della proprietà, riducendo in tal modo il controllo dei fondatori e delle famiglie su importanti investimenti nella società e decisioni operative della stessa. È più probabile che le società, in particolare le PMI, si quotino nei mercati pubblici se gli azionisti di controllo possono mantenere il potere decisionale nella società dopo la quotazione. Ciò consente loro di continuare a configurare l'impresa in base alla loro visione strategica, beneficiando nel contempo dei vantaggi connessi al fatto di essere una società quotata in borsa e raccogliendo fondi sufficienti a giustificare la decisione di partecipare al processo di quotazione. Questo vale in particolare per le piccole imprese a conduzione familiare, le start-up e le imprese con progetti a lungo termine che richiedono notevoli costi iniziali. Tutte queste imprese possono rischiare di essere eccessivamente esposte alle fluttuazioni dei mercati pubblici o alla minaccia di un'acquisizione "ostile". Esse trarrebbero inoltre i maggiori benefici dalla quotazione in un mercato di crescita per le PMI, una categoria dei sistemi multilaterali di negoziazione appositamente concepita per le PMI e in cui possono beneficiare di requisiti normativi meno rigorosi. Le imprese più piccole possono avere un maggiore bisogno di finanziamenti diversificati rispetto alle imprese più grandi, a causa del loro profilo tipicamente più rischioso, della minore visibilità nei confronti dei potenziali investitori, della mancanza di mezzi finanziari per quotarsi all'estero e, in alcuni casi, della maggiore necessità di espandersi. Pertanto, dato che l'accesso ai mercati pubblici è particolarmente importante per le imprese più piccole e in rapida crescita, la presente proposta si concentra sulle società che intendono quotarsi nei mercati di crescita per le PMI.

Le strutture con azioni a voto plurimo sono un meccanismo efficace per consentire ai proprietari di mantenere i poteri decisionali in una società, raccogliendo nel contempo fondi nei mercati pubblici. Tali strutture azionarie consentono a un azionista (o a un gruppo di azionisti) di detenere una partecipazione di controllo in una società senza dover effettuare l'investimento economico proporzionato che sarebbe richiesto in base all'entità della partecipazione se tutte le azioni avessero lo stesso potere di voto. Generalmente le strutture con azioni a voto plurimo comprendono almeno due categorie distinte e separate di azioni con un diverso numero di diritti di voto connessi alle azioni appartenenti a ciascuna categoria.

Le strutture con azioni a voto plurimo sono solo uno dei meccanismi esistenti di rafforzamento del controllo, vale a dire meccanismi che generano una discrepanza tra la proprietà finanziaria e il potere di voto, con la conseguenza che un azionista può aumentare il proprio controllo senza detenere una quota proporzionale di capitale proprio. Lo studio sulla proporzionalità tra proprietà e controllo negli Stati membri<sup>11</sup>, pubblicato nel 2007, ha dimostrato che i meccanismi disponibili per rafforzare/mantenere il controllo facendo leva sul potere di voto possono comprendere, tra l'altro, le azioni di fedeltà<sup>12</sup>, le azioni senza diritto di voto<sup>13</sup>, le azioni privilegiate senza diritto di voto<sup>14</sup> e i massimali dei diritti di voto<sup>15</sup>.

---

<sup>11</sup> [https://ecgi.global/sites/default/files/study\\_report\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf).

<sup>12</sup> Le azioni di fedeltà sono azioni che conferiscono un maggiore potere di voto agli azionisti che le hanno detenute per un determinato periodo di tempo. In genere i possessori di azioni di fedeltà ottengono due voti per azione, anziché un solo voto, se detengono le azioni per due o più anni.

<sup>13</sup> Le azioni senza diritto di voto sono azioni che non conferiscono alcun diritto di voto e non comportano diritti patrimoniali particolari (come un dividendo preferenziale) per compensare l'assenza di diritti di voto.

Tuttavia, a causa della loro configurazione più rigida, la maggior parte di queste strutture azionarie alternative limita l'importo dei fondi che possono essere raccolti nella fase IPO e attraverso emissioni successive. Inoltre le azioni di fedeltà sono un meccanismo di controllo rafforzato concepito specificamente per promuovere la partecipazione azionaria a lungo termine tra gli investitori e portare a una proprietà più stabile e orientata al lungo termine, piuttosto che per aumentare l'attrattiva della raccolta di fondi presso il pubblico. Le azioni di fedeltà sono considerate meno attraenti dai fondatori e dalle imprese a conduzione familiare, in quanto in genere comportano meno diritti di voto aggiuntivi rispetto alle azioni a voto plurimo riservate agli azionisti di controllo e richiedono solitamente un periodo di detenzione prima di attivare i diritti di voto potenziati. Ciò è corroborato da prove empiriche che hanno dimostrato che l'introduzione di azioni di fedeltà in alcuni Stati membri non ha aumentato il numero di società che accedono ai mercati pubblici. Per contro, con le azioni a voto plurimo i fondatori potrebbero mantenere il controllo, vendendo nel contempo una quota più ampia dei loro investimenti nella società grazie alla maggiore dissociazione tra interesse economico e diritti di voto.

L'introduzione di strutture con azioni a voto plurimo in una società fa sì che gli altri azionisti (investitori) abbiano meno potere decisionale rispetto ai loro investimenti economici. Se non adeguatamente attenuata, questa diminuzione del potere di voto potrebbe comportare problemi specifici, tra cui, ad esempio, l'effetto di *entrenchment*<sup>16</sup>, l'incanalamento degli attivi della società e, in generale, l'estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di controllo, ad esempio attraverso operazioni con parti correlate. Inoltre l'effetto di diluizione delle azioni a voto plurimo può comportare il blocco di determinate risoluzioni da parte degli azionisti di controllo, comprese quelle finalizzate a obiettivi di sostenibilità, promuovendo in tal modo gli interessi dell'azionista di controllo piuttosto che lo sviluppo sostenibile a lungo termine della società. Tuttavia questi potenziali problemi possono essere affrontati mettendo in atto misure di salvaguardia volte a tutelare gli azionisti di minoranza e gli interessi della società, quali un rapporto di voto massimo, clausole di caducità e limitazioni all'uso delle azioni a voto plurimo in determinati casi, ad esempio nel caso di questioni legate alla sostenibilità.

Attualmente vi è una frammentazione nell'UE per quanto riguarda le strutture con azioni a voto plurimo, il che comporta una disparità di opportunità a disposizione delle imprese dell'UE quando decidono di quotarsi. Alcuni Stati membri, come la Svezia o la Danimarca, consentono le azioni a voto plurimo quasi fin dalla nascita dei loro mercati dei capitali. In Svezia le società quotate che presentano tali strutture azionarie sono sempre rimaste al di sopra del 40 % e in Finlandia e Danimarca rappresentano la maggioranza delle società quotate in borsa in termini di capitalizzazione di mercato. Per contro, altri Stati membri hanno vietato le azioni a voto plurimo. In alcuni casi il divieto è limitato alle società pubbliche, ad esempio in Germania e in Belgio, mentre in altri si applica a tutte le società, ad esempio in Austria e Croazia.

---

<sup>14</sup> Le azioni privilegiate senza diritto di voto sono azioni senza diritto di voto emesse con un diritto patrimoniale particolare per compensare l'assenza di diritti di voto (ad esempio un dividendo preferenziale (più elevato o garantito)).

<sup>15</sup> Il massimale dei diritti di voto è una restrizione che vieta agli azionisti di esprimere voti al di sopra di una determinata soglia, indipendentemente dal numero di azioni con diritto di voto che detengono. I massimali dei diritti di voto possono essere espressi in percentuale di tutti i diritti di voto in essere (ad esempio, quando nessun azionista può votare per più del 3 % del capitale sociale registrato della società) o in percentuale di tutti i voti espressi a un'assemblea generale (comune in tutti gli Stati membri).

<sup>16</sup> L'effetto di *entrenchment* è una situazione in cui gli azionisti di controllo hanno un controllo permanente e possono quindi prendere decisioni a proprio vantaggio senza considerare gli interessi della società e degli altri azionisti e in cui gli altri azionisti non possono contestare efficacemente tali decisioni.

Le differenze esistenti tra i regimi nazionali in materia di strutture con azioni a voto plurimo creano condizioni di disparità per le società nei diversi Stati membri. Gli imprenditori e le imprese degli Stati membri che vietano le strutture con azioni a voto plurimo si trovano in una situazione di svantaggio comparativo rispetto alle imprese degli Stati membri che consentono tali strutture. Gli imprenditori e le imprese che intendono introdurre strutture con azioni a voto plurimo e beneficiare della flessibilità devono scegliere se rimanere di proprietà privata o trasferirsi in un altro Stato membro (o in un paese terzo), il che ne limita la scelta di finanziamenti e aumenta il costo del capitale. Ciò riguarda in particolare le PMI e le start-up in fase iniziale che non dispongono di risorse per coprire i costi aggiuntivi associati alla quotazione in un altro Stato membro o in un paese terzo.

La presente proposta mira a conseguire un'armonizzazione minima delle legislazioni nazionali sulle strutture con azioni a voto plurimo delle società quotate nei mercati di crescita per le PMI, lasciando nel contempo agli Stati membri sufficiente flessibilità nell'attuazione. Se da un lato i mercati regolamentati sono in genere maggiormente indicati per le imprese più grandi e mature, i mercati di crescita per le PMI sono stati in gran parte concepiti per la quotazione delle imprese più piccole e il loro trattamento normativo tiene conto delle peculiarità delle PMI. Le società i cui titoli sono quotati in questi mercati non sono però tutte PMI. Le società diverse dalle PMI hanno generalmente titoli più liquidi e pertanto la loro inclusione consente ai mercati di crescita per le PMI di generare commissioni di negoziazione più elevate al fine di mantenere la redditività del loro modello aziendale. Tuttavia, per garantire chiarezza agli investitori, tutti gli emittenti nei mercati di crescita per le PMI, indipendentemente dalle loro dimensioni, sono attualmente soggetti alle stesse norme. In linea con questo approccio, la presente proposta introduce la possibilità di adottare strutture con azioni a voto plurimo per tutte le società che chiedono per la prima volta l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI.

La presente proposta prevede misure di salvaguardia per garantire la tutela degli azionisti di minoranza e degli interessi della società. Tali misure di salvaguardia impongono a tutti gli Stati membri di garantire che qualsiasi decisione di adottare una struttura con azioni a voto plurimo, o di modificare tale struttura qualora vi sia un impatto sui diritti di voto, sia presa a maggioranza qualificata in sede di assemblea generale degli azionisti. Le misure di salvaguardia di cui alla presente proposta prevedono inoltre una limitazione al peso di voto delle azioni a voto plurimo introducendo restrizioni alla concezione della struttura con azioni a voto plurimo o all'esercizio dei diritti di voto connessi alle azioni a voto plurimo per l'adozione di determinate decisioni. Tali misure di salvaguardia sono intese a tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza e della società, garantendo nel contempo sufficiente flessibilità agli azionisti di controllo in modo da non disincentivare l'uso delle strutture con azioni a voto plurimo. Esse sono inoltre ampiamente in linea con le misure di salvaguardia già esistenti negli ordinamenti giuridici degli Stati membri che presentano regimi ben funzionanti in materia di strutture con azioni a voto plurimo. Pertanto tali Stati membri dovrebbero apportare adeguamenti minimi ai loro attuali ordinamenti giuridici.

- **Coerenza con le disposizioni vigenti nel settore normativo interessato**

Le strutture con azioni a voto plurimo sono attualmente disciplinate esclusivamente a livello nazionale.

La direttiva proposta è coerente con gli obiettivi della vigente legislazione dell'UE che stabilisce prescrizioni per le società pubbliche e coordina le disposizioni nazionali in materia di diritto societario. Ciò comprende la direttiva sul diritto societario<sup>17</sup>, che mira a garantire

---

<sup>17</sup> Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativa ad alcuni aspetti di diritto societario (testo codificato) (GU L 169 del 30.6.2017, pag. 46).

una protezione minima equivalente sia per gli azionisti che per i creditori. Essa armonizza le disposizioni nazionali relative ad alcuni aspetti di diritto societario, quali la costituzione di società per azioni, i requisiti relativi al capitale sociale e le distribuzioni agli azionisti. L'ambito di applicazione della direttiva proposta non si sovrappone a quello della direttiva sul diritto societario, che non disciplina le strutture azionarie delle società (comprese le strutture con azioni a voto plurimo). Tale aspetto è invece affrontato nella presente proposta.

Inoltre, imponendo agli Stati membri di adottare disposizioni a tutela degli interessi della società e degli azionisti di minoranza, la proposta è coerente con gli obiettivi strategici perseguiti dalla direttiva (UE) 2017/828<sup>18</sup>, tra cui la promozione dello sviluppo sostenibile a lungo termine delle società e la tutela degli interessi della società e dei suoi azionisti di minoranza in caso di operazioni con parti correlate, nonostante il diverso ambito di applicazione dei due atti (la direttiva riguarda i diritti degli azionisti delle società ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati, mentre la presente proposta riguarda i diritti degli azionisti nelle società ammesse alla negoziazione in mercati di crescita per le PMI).

Analogamente, la direttiva proposta non si sovrappone all'ambito di applicazione della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, che stabilisce le norme applicabili alle società pubbliche quando tali società sono oggetto di offerte pubbliche di acquisto, al fine di tutelare gli interessi degli azionisti. È importante sottolineare che la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto<sup>19</sup> si applica solo alle società ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato e non alle società ammesse alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI, che rientrano nell'ambito di applicazione della presente proposta. Tuttavia le disposizioni in materia di trasparenza contenute nella presente proposta perseguono obiettivi simili a quelli della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, concentrandosi sulla struttura del capitale sociale di una società, sulla struttura dell'azionariato nonché sui diritti e gli obblighi connessi ai titoli della società.

Infine la direttiva proposta è in linea con le disposizioni della MiFID II che disciplinano i mercati di crescita per le PMI.

- **Coerenza con le altre normative dell'Unione**

La proposta è pienamente in linea con l'obiettivo primario dell'Unione dei mercati dei capitali di rendere i finanziamenti più accessibili alle imprese dell'UE e in particolare alle PMI. È coerente con una serie di azioni legislative e non legislative adottate dalla Commissione nel quadro del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2015<sup>20</sup>, della revisione intermedia del 2017 del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali<sup>21</sup> e del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2020.

Agevolare l'accesso ai finanziamenti da parte delle imprese, in particolare delle PMI, è stato fin dall'inizio un obiettivo fondamentale dell'Unione dei mercati dei capitali al fine di sostenere l'occupazione e la crescita nell'UE. Dalla pubblicazione del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali nel 2015, sono state intraprese alcune azioni mirate per

---

<sup>18</sup> Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (GU L 132 del 20.5.2017, pag. 1).

<sup>19</sup> Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto (GU L 142 del 30.4.2004, pag. 12).

<sup>20</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali" (COM(2015) 468 final).

<sup>21</sup> Comunicazione della Commissione sulla revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali (SWD(2017) 224 final e SWD(2017) 225 final – 8 giugno 2017) [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf).

favorire fonti di finanziamento adeguate per le PMI in tutte le fasi di sviluppo. Nella revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, pubblicata a giugno 2017, la Commissione ha deciso di accrescere il proprio livello di ambizione e ha posto maggiore attenzione all'accesso delle PMI ai mercati pubblici. A maggio 2018 la Commissione ha pubblicato una proposta volta a promuovere l'uso dei mercati di crescita per le PMI<sup>22</sup> al fine di ridurre gli oneri amministrativi e gli elevati costi di conformità che gravano sugli emittenti dei mercati di crescita per le PMI, assicurando nel contempo un elevato livello di integrità del mercato e di tutela degli investitori; promuovere la liquidità delle azioni delle PMI quotate in borsa per accrescere l'attrattiva di tali mercati per gli investitori, gli emittenti e gli intermediari; e agevolare la registrazione dei sistemi multilaterali di negoziazione come mercati di crescita per le PMI. La proposta di promuovere l'uso dei mercati di crescita per le PMI è stata adottata nel novembre 2019.

Inoltre, a seguito della crisi COVID-19, la Commissione ha pubblicato il pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali, che comprendeva modifiche mirate dei mercati dei capitali e della regolamentazione bancaria, con l'obiettivo generale di rendere più facile per i mercati dei capitali sostenere le imprese dell'UE nella ripresa dalla crisi COVID-19. Le modifiche proposte delle norme relative al mercato dei capitali miravano in particolare ad alleggerire gli oneri normativi e la complessità per le imprese di investimento e gli emittenti.

La presente proposta fa seguito al piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2020 e al suo obiettivo di rendere i finanziamenti più accessibili alle imprese dell'UE (azione 2 "sostegno all'accesso ai mercati pubblici"). La proposta mira ad allentare gli obblighi normativi che possono scoraggiare una società dalla decisione di quotarsi o di rimanere sul mercato. Altri fattori che potrebbero scoraggiare gli emittenti dal quotarsi, ad esempio una base di investitori ristretta e un trattamento fiscale preferenziale del debito rispetto al capitale, sono affrontati da altre iniziative in corso e imminenti nell'ambito dell'Unione dei mercati dei capitali che integrano le modifiche indicate nella presente proposta e che dovrebbero essere analizzate congiuntamente alla presente iniziativa. Tali iniziative riguardano ad esempio: i) la creazione di un punto di accesso unico europeo (*European Single Access Point*, ESAP)<sup>23</sup> che affronterà la mancanza di dati accessibili e comparabili per gli investitori, rendendo le società più visibili agli investitori; ii) l'accentramento delle informazioni relative alle negoziazioni dell'UE in un sistema consolidato<sup>24</sup> per un panorama di negoziazione più efficiente sui mercati pubblici e la determinazione dei prezzi; iii) l'introduzione di un'agevolazione per ridurre la distorsione a favore del debito rispetto al capitale<sup>25</sup> per rendere il finanziamento azionario più attraente (e meno costoso) per le società.

Inoltre una serie di iniziative della Commissione rafforzerà ulteriormente la base di investitori per strumenti di capitale quotati. Il fondo IPO dell'UE per le PMI avrà il ruolo di *anchor investor* per attrarre maggiori investimenti privati nei capitali pubblici delle PMI,

---

<sup>22</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI (COM(2018) 331 final).

<sup>23</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità (COM(2021) 723 final).

<sup>24</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 600/2014 per quanto riguarda il miglioramento della trasparenza dei dati di mercato, l'eliminazione degli ostacoli all'emergere di un sistema consolidato di pubblicazione, l'ottimizzazione degli obblighi di negoziazione e il divieto di ricevere pagamenti per la trasmissione degli ordini dei clienti (COM(2021) 727 final).

<sup>25</sup> Proposta di DIRETTIVA DEL CONSIGLIO che stabilisce norme sull'introduzione di un'agevolazione per ridurre la distorsione a favore del debito rispetto al capitale e sulla limitazione della deducibilità degli interessi ai fini dell'imposta sul reddito delle società

collaborando con gli investitori istituzionali e investendo in fondi dedicati agli emittenti PMI. Le revisioni del regolamento sui requisiti patrimoniali e della direttiva Solvibilità II accresceranno la base di investitori per gli emittenti agevolando gli investimenti delle banche e delle imprese di assicurazione in capitale pubblico (a lungo termine).

La presente proposta è inoltre in linea con la nuova agenda europea per l'innovazione<sup>26</sup> pubblicata nel 2022, in quanto renderebbe i mercati dei capitali più attraenti per i fondatori di imprese, che non dovrebbero rinunciare al controllo all'atto della quotazione nei mercati pubblici.

La proposta tiene conto degli elementi di prova alla base del parere della piattaforma "Fit For Future" in merito alla promozione dell'accesso delle PMI al capitale e, in particolare, alla semplificazione delle procedure di ammissione alla negoziazione di titoli delle PMI e di altri obblighi di quotazione.

Consentendo a un maggior numero di PMI di accedere a finanziamenti sempre più diversificati attraverso la quotazione nei mercati di crescita per le PMI, sulla base della struttura di governance societaria più adatta, la proposta sarà inoltre in linea con l'obiettivo del pacchetto di aiuti per le PMI annunciato dalla presidente von der Leyen nel discorso sullo stato dell'Unione del settembre 2022.

Infine le disposizioni della proposta sulle misure di salvaguardia assicurano anche la tutela degli interessi della società contro le decisioni che creano rischi o comportano conseguenze negative per i diritti umani, il clima e l'ambiente. La proposta è pertanto in linea con l'obiettivo strategico della Commissione in materia di governance societaria di promuovere un comportamento sostenibile e responsabile delle imprese e di conseguenza con la proposta della Commissione di direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità<sup>27</sup>, che mira ad ancorare le considerazioni in materia di diritti umani e di ambiente nei sistemi di governance societaria.

## **2. BASE GIURIDICA, SUSSIDIARIETÀ E PROPORZIONALITÀ**

### **• Base giuridica**

La proposta fonda sugli articoli 50 e 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE).

L'articolo 114 prevede l'adozione di misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione o il funzionamento del mercato interno. Il ricorso all'articolo 114 è possibile quando le disparità tra le normative nazionali sono tali da ostacolare le libertà fondamentali o da falsare la concorrenza e pertanto da incidere direttamente sul funzionamento del mercato interno. L'obiettivo della direttiva proposta è eliminare gli ostacoli all'esercizio delle libertà fondamentali, quali la libera circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento. Tali ostacoli derivano dalle differenze tra i diritti societari nazionali all'interno dell'UE, nella misura in cui alcuni Stati membri impediscono alle loro imprese di accedere ai mercati pubblici attraverso strutture con azioni a voto plurimo. Ciò limita l'accesso al capitale e ostacola la creazione di un mercato unico dei capitali nell'UE.

---

<sup>26</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Una nuova agenda europea per l'innovazione" (COM(2022) 332 final).

<sup>27</sup> Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 (COM(2022) 71 final).

L'articolo 50, paragrafo 1, TFUE e, in particolare, l'articolo 50, paragrafo 2, lettera g), prevedono la facoltà dell'UE di agire per conseguire la libertà di stabilimento per una determinata attività, in particolare "coordinando, nella necessaria misura e al fine di renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società a mente dell'articolo 54, secondo comma per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi". La direttiva proposta mira a mettere in atto misure di coordinamento relative alla tutela degli interessi degli azionisti delle società e degli altri portatori di interessi al fine di attenuare le disparità tra le norme nazionali e ridurre gli ostacoli alla libertà di stabilimento.

- **Sussidiarietà (per la competenza non esclusiva)**

A norma dell'articolo 4 TFUE, l'azione dell'UE per il completamento del mercato interno deve essere valutata alla luce del principio di sussidiarietà di cui all'articolo 5, paragrafo 3, del trattato sull'Unione europea (TUE). Secondo il principio di sussidiarietà, l'UE dovrebbe intervenire solo se gli obiettivi dell'azione proposta non possono essere conseguiti in misura sufficiente dai soli Stati membri ed è pertanto richiesta un'azione a livello di UE. Per quanto riguarda le azioni a voto plurimo, a meno che non venga intrapresa un'azione a livello di UE, è improbabile che gli Stati membri che attualmente non consentono tali strutture azionarie modifichino le loro norme unilateralmente e senza incentivi esterni nel prossimo futuro. Ciò è dovuto in gran parte a motivi storici, all'opposizione dei portatori di interessi di tali paesi e al fatto che spesso è difficile modificare un diritto societario che è stato sviluppato nel corso dei secoli. Qualsiasi ritardo nell'introduzione di tali strutture in tutta l'UE rischierebbe di continuare a privare le imprese più piccole delle opportunità di finanziamento negli Stati membri che vietano le azioni a voto plurimo. Infine, anche se gli Stati membri decidessero di intervenire, gli approcci potrebbero differire in modo significativo, il che porterebbe a un'ulteriore frammentazione.

- **Proporzionalità**

L'obiettivo della direttiva proposta è contribuire al corretto funzionamento del mercato unico e rimuovere gli ostacoli all'esercizio delle libertà fondamentali, quali la libera circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento. Tali ostacoli sono dovuti alle differenze tra i regimi nazionali di diritto societario in materia di strutture azionarie e, in particolare, alla capacità di una società di adottare una struttura con azioni a voto plurimo. Per conseguire l'obiettivo di cui sopra, la proposta si limita a stabilire prescrizioni per un'armonizzazione minima e solo in relazione al principio giuridico fondamentale che prevede l'autorizzazione delle strutture con azioni a voto plurimo, integrandolo con le misure di salvaguardia minime necessarie per tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza e della società. Il suo ambito di applicazione è inoltre limitato ai mercati di crescita per le PMI, in particolare per includere le PMI che trarrebbero i maggiori benefici da tale misura.

La direttiva proposta lascia agli Stati membri sufficiente flessibilità per inquadrare le disposizioni della proposta nell'ambito del regime giuridico nazionale. A tal fine essa integra le norme con misure supplementari, includendo misure di salvaguardia per gli azionisti e per gli interessi della società, a condizione che siano in linea con gli obiettivi della presente direttiva, o consentendo le strutture con azioni a voto plurimo in situazioni che esulano dall'ambito di applicazione della presente proposta. Pertanto, in linea con il principio di sussidiarietà di cui all'articolo 5 TUE, la proposta di direttiva si limita a quanto è necessario per conseguire i suoi obiettivi.

- **Scelta dell'atto giuridico**

L'integrazione del mercato unico dell'UE nel settore del diritto societario, in particolare delle strutture azionarie, può essere realizzata al meglio ravvicinando le legislazioni attraverso

l'armonizzazione mediante una direttiva. Il ricorso a una direttiva rispetta le diverse culture giuridiche e i diversi sistemi di diritto societario degli Stati membri e offre sufficiente flessibilità nel processo di recepimento per attuare norme minime comuni in modo compatibile con tali diversi sistemi.

Una raccomandazione non sarebbe in grado di conseguire l'obiettivo di ravvicinamento auspicato in questo settore di intervento in cui sono state individuate ampie differenze nella legislazione vincolante degli Stati membri. Per di più, il ravvicinamento mediante un regolamento non offrirebbe agli Stati membri sufficiente flessibilità per adattarsi alle condizioni locali e mantenere le norme dell'UE coerenti con il più ampio diritto societario nazionale.

### **3. RISULTATI DELLE VALUTAZIONI EX POST, DELLE CONSULTAZIONI DEI PORTATORI DI INTERESSI E DELLE VALUTAZIONI D'IMPATTO**

- **Valutazioni ex post / Vaglio di adeguatezza della legislazione vigente**

Non pertinente.

- **Consultazioni dei portatori di interessi**

Negli ultimi anni le valutazioni continue della Commissione si sono concentrate sull'accesso delle imprese, in particolare delle PMI, ai mercati pubblici. Le questioni relative all'onere normativo per le imprese in sede di accesso ai mercati pubblici sono state sollevate nel contesto del forum ad alto livello dell'Unione dei mercati dei capitali, del TESG e del piano d'azione del 2020 per l'Unione dei mercati dei capitali. La Commissione ha inoltre tenuto conto di ampie ricerche condotte nell'ambito dello studio Oxera sull'argomento<sup>28</sup>. Per ottenere ulteriori prove su tali questioni, nel novembre 2021 sono stati avviati un invito a presentare contributi nonché una consultazione pubblica e una consultazione mirata sulla normativa sulle quotazioni. Le consultazioni si sono svolte per 14 settimane (dal 19 novembre 2021 al 25 febbraio 2022).

Nell'aprile 2022 la Commissione ha anche organizzato due riunioni/laboratori tecnici con i portatori di interessi del settore al fine di affinare ulteriormente le opzioni strategiche in esame.

Il 15 ottobre 2021, il 17 maggio 2022 e il 30 maggio 2022 la Commissione ha altresì presentato gli obiettivi della proposta al gruppo di esperti del comitato europeo dei valori mobiliari.

Il 17 maggio 2022 è stato inoltre organizzato un incontro con i coordinatori della commissione per i problemi economici e monetari (ECON) del Parlamento europeo per presentare gli obiettivi della proposta.

Il 12 settembre 2022 è stato infine organizzato un incontro con il gruppo di esperti di diritto societario.

#### ***Consultazioni pubbliche e mirate***

Nelle consultazioni pubbliche e mirate, i rispondenti hanno sottolineato che una delle ragioni principali della moltitudine di emittenti ad alta tecnologia e ad alta crescita che scelgono di quotarsi in paesi terzi (come gli Stati Uniti o il Regno Unito) è la flessibilità che tali

---

<sup>28</sup> Oxera Consulting LPP, *Mercati azionari primari e secondari nell'UE*, relazione finale, novembre 2020, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf.

giurisdizioni concedono agli emittenti in relazione alle azioni a voto plurimo<sup>29</sup>. Analogamente, alcuni rispondenti<sup>30</sup> hanno sottolineato che diverse imprese dell'UE hanno recentemente trasferito le loro sedi statutarie da paesi con possibilità limitate di emettere azioni a voto plurimo (ad esempio Italia, Germania e Spagna) ai Paesi Bassi, un paese che ha adottato un approccio permissivo e flessibile alle strutture con azioni a voto plurimo<sup>31</sup>. Infine il 64 % dei rispondenti ritiene opportuno prevedere nel diritto dell'UE che gli emittenti di tutta l'UE possano quotarsi in una sede di negoziazione dell'UE avvalendosi della struttura con azioni a voto plurimo.

La maggioranza dei rispondenti alla consultazione (83 %)<sup>32</sup> ritiene che, laddove consentito, il ricorso alle azioni a voto plurimo abbia di fatto incoraggiato un maggior numero di imprese a chiedere di quotarsi nei mercati pubblici. Alla domanda circa l'impatto che le azioni a voto plurimo hanno sull'attrattiva di una società per gli investitori, la maggior parte dei rispondenti (prevalentemente emittenti e borse valori) ha risposto che l'impatto è positivo o neutro<sup>33</sup>. Tali rispondenti osservano che le azioni a voto plurimo non diminuiscono la propensione degli investitori, a condizione che esistano alcune misure di salvaguardia, e sottolineano che la trasparenza è fondamentale per garantire che gli investitori possano prendere decisioni di investimento pienamente informate.

I rispondenti che ritengono che l'impatto sull'attrattiva sia negativo (tra cui due autorità nazionali competenti e alcune associazioni di investitori) hanno espresso preoccupazione per la scomparsa del principio "un'azione – un voto". Un rispondente ha osservato, in particolare, che le strutture con azioni a voto plurimo possono compromettere i meccanismi di rendicontabilità esistenti nel diritto in materia di governance societaria, come la capacità degli azionisti di eleggere gli amministratori, e determinare un effetto di *entrenchment* a livello della dirigenza. Tuttavia, anche tra i rispondenti che considerano l'impatto leggermente negativo o negativo, alcuni hanno osservato che le azioni a voto plurimo sono vantaggiose in determinate situazioni (in particolare per le società guidate dai fondatori, a forte crescita e innovative, che intendono quotarsi) e che qualsiasi modifica proposta dovrebbe trovare un giusto equilibrio. Tale equilibrio dovrebbe garantire un'adeguata protezione della governance, ad esempio limitando le decisioni che possono essere prese con diritti di voto aggiuntivi, consentire alle imprese guidate dai fondatori di raccogliere fondi nel mercato pubblico e di preservare la visione a lungo termine del fondatore per l'impresa.

I rispondenti hanno quindi sottolineato che qualsiasi forma di flessibilità in materia di strutture con azioni a voto plurimo dovrebbe essere trattata in modo da salvaguardare le norme di governance (eventualmente mediante clausole di caducità, disposizioni di non trasferibilità, annullamento automatico o conversione automatica all'uscita ecc.).

### ***Raccomandazioni dei gruppi di esperti***

Il forum ad alto livello dell'Unione dei mercati dei capitali ha raccomandato che le imprese dovrebbero avere la possibilità di optare per una struttura con azioni a voto plurimo quando si

---

<sup>29</sup> Tra i portatori di interessi che sostengono questo punto di vista figurano le banche d'investimento, le associazioni dei mercati mobiliari, i rappresentanti dei ministeri delle finanze e le associazioni di private equity.

<sup>30</sup> Tale aspetto è stato menzionato da due portatori di interessi dei Paesi Bassi.

<sup>31</sup> Alcune imprese si sono già trasferite nei Paesi Bassi per quotarsi in tale paese in ragione dell'attrattiva del sistema con azioni a voto plurimo. Tuttavia non sono disponibili dati che avvalorino tale constatazione.

<sup>32</sup> Ossia 34 rispondenti su 41.

<sup>33</sup> Il 22 % (equivalente a 9 rispondenti) ha optato per un impatto positivo o leggermente positivo, il 29 % (equivalente a 12 rispondenti) per un impatto neutro, e il 36 % (equivalente a 15 rispondenti, per lo più investitori e autorità nazionali competenti) per un impatto negativo o leggermente negativo.

quotano in borsa. Il gruppo di esperti ha osservato che tali strutture aiuterebbero le imprese a evitare di essere rilevate da imprese più grandi, incentiverebbero i proprietari a portare avanti la crescita e contribuirebbero a promuovere prospettive a lungo termine per l'impresa, mantenendo nel contempo l'attrattiva della quotazione in borsa come opzione di finanziamento. Tuttavia ha sottolineato anche l'esigenza di trovare un equilibrio rispetto al fatto che simili strutture impediscono agli altri azionisti di esercitare le loro responsabilità di gestione e di governance.

Il TESG sostiene appieno tale raccomandazione, affermando che dovrebbe essere prerogativa degli emittenti decidere se includere o meno una clausola di caducità o un rapporto di voto ponderato massimo.

### ***Incontri con i portatori di interessi***

I due laboratori tecnici con i portatori di interessi organizzati dalla Commissione non hanno dato un contributo significativo al tema delle azioni a voto plurimo. Alcuni portatori di interessi (borse valori) si sono chiaramente espressi a favore dell'armonizzazione a livello di UE, in quanto renderebbe la quotazione più attraente. Per contro, altri portatori di interessi (investitori) ritengono che non vi sia alcuna necessità di armonizzazione, rilevando al contempo che, se si dovesse considerare tale approccio, sarebbe importante prevedere misure di salvaguardia adeguate.

***Incontri con il gruppo di esperti del comitato europeo dei valori mobiliari*** La Commissione ha presentato la possibile via da seguire in merito alla normativa sulle quotazioni nell'ambito del progetto dell'Unione dei mercati dei capitali. Le delegazioni che hanno preso parte alla discussione hanno sostenuto ampiamente l'obiettivo della Commissione di migliorare l'attrattiva dei mercati pubblici dell'UE, assicurando nel contempo la tutela degli investitori e l'integrità del mercato. Più specificamente, 13 Stati membri che hanno preso la parola si sono mostrati disponibili a prendere in considerazione un'armonizzazione minima delle disposizioni sulle azioni a voto plurimo nel diritto dell'UE.

### ***Incontro con i coordinatori della commissione ECON presso il Parlamento europeo***

I coordinatori dei deputati al Parlamento europeo che hanno partecipato alla discussione hanno accolto con favore la proposta presentata dalla Commissione sulla possibile via da seguire in merito alla normativa sulle quotazioni, riconoscendo le problematiche relative ai mercati pubblici dell'UE. Essi hanno sottolineato che la Commissione deve trovare un giusto equilibrio per garantire che tutte le imprese, in particolare le PMI, possano accedere ai mercati pubblici per ottenere finanziamenti, assicurando nel contempo un'adeguata tutela degli investitori.

### ***Incontro con il gruppo di esperti di diritto societario***

Si è tenuto un incontro con il gruppo di esperti di diritto societario per avere uno scambio di opinioni sulle strutture nazionali con azioni a voto plurimo esistenti in alcuni Stati membri. Diversi Stati membri hanno preso la parola per corroborare ulteriormente le loro risposte all'indagine della Commissione (luglio-agosto 2022).

- **Assunzione e uso di perizie**

La Commissione ha raccolto una quantità significativa di dati direttamente dalle borse valori, dagli emittenti e dalle associazioni di PMI. Inoltre il TESG (attivo da ottobre 2020 a maggio 2021) ha messo a disposizione alcuni elementi di prova nonché il contributo del mercato. Nel novembre 2020 la Commissione ha inoltre commissionato a Oxera uno *studio*

*sui mercati azionari primari e secondari nell'UE*, che ha fornito una panoramica molto dettagliata del mercato<sup>34</sup>, anch'essa corroborata da dati.

In precedenza la Commissione aveva commissionato uno studio sulla proporzionalità tra proprietà e controllo nelle società quotate dell'UE, che si è concluso con la *relazione sul principio di proporzionalità nell'UE* (pubblicata nel 2007)<sup>35</sup>. Le conclusioni di tale relazione sono state recentemente confermate in un altro studio sulla tutela degli azionisti di minoranza, richiesto dalla Commissione e pubblicato nel 2018.

È stata effettuata una valutazione d'impatto sulla base di ampie prove qualitative e quantitative ottenute dalle consultazioni pubbliche e mirate in merito alla normativa sulle quotazioni: rendere i mercati pubblici dei capitali più interessanti per le imprese dell'UE e facilitare l'accesso delle PMI ai capitali.

Altre fonti, comprendenti una vasta letteratura accademica e ricerche, sono state consultate in particolare esaminando le giurisdizioni che dispongono già di azioni a voto plurimo o che hanno recentemente adottato una legislazione che le consente. Varie associazioni di categoria hanno inoltre fornito un ampio contributo supplementare.

- **Valutazione d'impatto**

La presente proposta è accompagnata da una valutazione d'impatto che è stata presentata il 10 giugno 2022 al comitato per il controllo normativo. Quest'ultimo l'ha approvata l'8 luglio 2022, con riserve.

Il comitato ha chiesto di modificare il progetto di valutazione d'impatto al fine di chiarire: i) l'articolazione e la coerenza dell'iniziativa riguardante la normativa sulle quotazioni con altre iniziative collegate relative ai mercati dei capitali; ii) i rischi e i limiti dell'analisi, riconoscendo le conseguenze indesiderate; e iii) i diversi punti di vista espressi dalle diverse categorie di portatori di interessi in merito alla definizione del problema, alle opzioni e al relativo impatto. Le osservazioni del comitato sono state prese in considerazione nel redigere la versione finale della valutazione d'impatto.

La valutazione d'impatto analizza diverse opzioni strategiche per rendere più attraenti le quotazioni sui mercati dei capitali dell'UE attraverso obblighi normativi semplificati, chiari e più flessibili, al fine di ridurre i costi associati alla raccolta di capitale sui mercati pubblici per le imprese di tutte le dimensioni.

La valutazione d'impatto descrive tre fattori che spiegano i problemi legati alle tre fasi del ciclo di quotazione: la fase precedente all'IPO, il processo IPO in sé e la fase successiva all'IPO. Il fattore individuato come pertinente ai fini della presente proposta di direttiva riguarda le disparità di opportunità per le imprese dell'UE in relazione alla struttura di

---

<sup>34</sup> Lo studio sui mercati azionari primari e secondari nell'UE raccomandava alle autorità di regolamentazione di allentare le restrizioni ai meccanismi di rafforzamento del controllo (come le azioni a voto plurimo) per incoraggiare le imprese a quotarsi senza che i proprietari dovessero rinunciare al controllo su di esse.

<sup>35</sup> Lo studio sulla proporzionalità tra proprietà e controllo negli Stati membri ha concluso che nessuna giurisdizione dell'UE all'interno del campione analizzato ha optato per il principio "un'azione – un voto". Anche gli Stati membri che avevano, in una certa misura, adottato formalmente il principio "un'azione – un voto" hanno autorizzato vari meccanismi di rafforzamento del controllo, quali i massimali dei diritti di voto o le azioni privilegiate senza diritto di voto. Queste conclusioni sono state successivamente confermate in uno studio del 2018 sulla tutela degli azionisti di minoranza. Tale studio contiene una sezione sull'applicazione del principio "un'azione – un voto" negli Stati membri, in cui si conclude che i quadri giuridici nazionali degli Stati membri non lo considerano un principio fondamentale.

governance al momento della quotazione, a causa delle diverse norme nazionali sulle azioni a voto plurimo.

Le modifiche normative previste dalle opzioni prese singolarmente non sarebbero in grado di gestire tutte le sfide cui devono far fronte i mercati pubblici dell'UE. Tuttavia, insieme ad altre misure considerate nell'ambito di un piano più ampio volto a migliorare l'accesso delle imprese ai mercati pubblici dei capitali, le modifiche mirano a contribuire a invertire l'attuale tendenza negativa nei mercati pubblici dell'UE. Senza questi miglioramenti normativi, i mercati pubblici dell'UE continuerebbero a fare affidamento sul quadro normativo subottimale per la quotazione, che a sua volta ridurrebbe l'attrattiva dei mercati pubblici. Ciò comporterebbe un costo economico per gli emittenti, gli investitori e l'economia dell'UE nel suo complesso. Lo scenario di base pertanto non prevede alcuna modifica del quadro normativo che disciplina le norme per le società che chiedono di quotarsi o che sono già quotate.

L'opzione strategica prescelta per la fase precedente all'IPO prevede un'armonizzazione minima delle legislazioni nazionali che disciplinano le strutture con azioni a voto plurimo, lasciando nel contempo discrezionalità agli Stati membri su come inquadrarla. In base a questa opzione, gli Stati membri che attualmente vietano le strutture con azioni a voto plurimo dovrebbero modificare le loro normative per consentire tali strutture di governance. L'opzione non imporrebbe ulteriori vincoli di ampia portata agli Stati membri che dispongono già di un regime flessibile e ben funzionante.

Questa opzione sarebbe efficace nel fornire un incentivo alla quotazione delle imprese (stabilite negli Stati membri che attualmente vietano le strutture con azioni a voto plurimo). Garantendo che le imprese possano essere ammesse alla negoziazione in tutti gli Stati membri con strutture con azioni a voto plurimo, l'opzione prescelta consentirebbe ai fondatori e ai proprietari di società di attenuare la perdita di controllo tipicamente associata alla quotazione. Ciò, a sua volta, schiuderebbe nuove opportunità di finanziamento per le imprese che altrimenti non prenderebbero in considerazione l'idea di quotarsi. Ne deriverebbero anche notevoli risparmi sui costi per le imprese che attualmente hanno bisogno di quotarsi all'estero per beneficiare della flessibilità. Le azioni a voto plurimo aiuterebbero inoltre i fondatori (successivamente alla quotazione) a evitare pressioni di mercato a breve termine e a concentrarsi sulla loro visione a lungo termine per l'impresa.

Nell'ambito dell'opzione prescelta, gli Stati membri godrebbero di flessibilità nella definizione di misure di salvaguardia e condizioni relative alle azioni a voto plurimo. Tuttavia dovrebbero garantire il rispetto di alcuni principi di alto livello e misure di salvaguardia minime stabiliti a livello dell'UE, tra cui la necessità di garantire un adeguato equilibrio tra gli interessi dei fondatori, la tutela degli investitori di minoranza e la tutela degli interessi della società. Poiché gli Stati membri sarebbero chiamati a tenere conto degli interessi degli investitori e degli interessi della società al momento di introdurre tali strutture azionarie nei loro sistemi nazionali, questa opzione garantirebbe la tutela degli investitori. Inoltre le misure di salvaguardia e le condizioni sarebbero adattate alle caratteristiche specifiche dei mercati locali e i mercati che già dispongono di strutture con azioni a voto plurimo manterrebbero la loro flessibilità.

Un'altra opzione (non quella prescelta) prevede la massima armonizzazione delle azioni a voto plurimo mediante l'introduzione di una serie dettagliata di norme, comprese le misure di salvaguardia per gli investitori di minoranza e per la società, quali le clausole di limitazione del potere di voto, le clausole di caducità, le clausole che limitano il numero di voti connessi a un'unica azione, tutte volte a proteggere gli investitori di minoranza e la società dall'impatto indebito di tali strutture azionarie. Inoltre, nell'ambito di tale opzione, il diritto dell'UE

potrebbe anche stabilire chi può detenere azioni a voto plurimo, in quali decisioni si tiene conto dei diritti di voto aggiuntivi e a quali condizioni (e se) è possibile il trasferimento a terzi. Questa opzione sarebbe piuttosto prescrittiva, in quanto tutti gli Stati membri sarebbero tenuti ad attuare lo stesso quadro rigido, comprese le stesse misure di salvaguardia che non consentirebbero flessibilità agli Stati membri che già dispongono di un sistema ben funzionante.

Pertanto l'opzione prescelta, oltre ad essere efficace, sarebbe anche più efficiente in termini di costi per i portatori di interessi, in particolare gli emittenti: gli Stati membri che già dispongono di regimi in materia di azioni a voto plurimo non dovrebbero modificare le loro norme e le società in tali Stati membri non dovrebbero adattarsi a un nuovo regime e sostenere costi aggiuntivi. Un'opzione alternativa molto più prescrittiva (non quella prescelta) potrebbe comportare costi (di adeguamento) decisamente più elevati sia per gli Stati membri che per gli emittenti in tutta l'UE. Se da un lato gli interessi generali degli investitori e gli interessi della società possono essere meglio tutelati a livello dell'UE nell'ambito dell'opzione alternativa, dall'altro essa potrebbe essere inadeguata per alcuni Stati membri in cui gli investitori non sembrano essere danneggiati dalle attuali disposizioni (flessibili) in materia di azioni a voto plurimo.

Si prevede che la proposta avrà un impatto economico diretto in termini di aumento dell'accesso a fonti alternative di finanziamento per le imprese dell'UE. È probabile che essa comporti maggiori incentivi per gli emittenti a quotarsi nei mercati pubblici degli Stati membri in cui tali strutture non sono consentite. In combinazione con altre misure di rafforzamento, potrebbe quindi portare a un aumento complessivo delle emissioni pubbliche nell'UE, contribuendo così in generale alla crescita dei mercati dei capitali dell'UE.

Per quanto riguarda gli impatti ambientali, tra cui l'assenza di danni significativi e il controllo di coerenza climatica, la presente proposta dovrebbe avere un impatto ambientale positivo indiretto, in quanto le imprese che ricevono finanziamenti dai mercati pubblici potrebbero impegnarsi nell'innovazione e nello sviluppo di nuove tecnologie rispettose dell'ambiente. Inoltre l'introduzione di misure di salvaguardia specifiche dovrebbe ridurre al minimo l'impatto sull'impresa derivante da decisioni che possono comportare conseguenze negative per i diritti umani, il clima e l'ambiente. La presente proposta favorirebbe inoltre lo sviluppo di mercati dei capitali più aperti e più competitivi, a vantaggio in particolare delle imprese in più rapida crescita in settori innovativi e ad alta intensità di ricerca, che tendono ad avere un fabbisogno di capitale più elevato. Un migliore accesso ai finanziamenti consentirà a tali imprese di crescere a un ritmo più rapido e di destinare maggiori risorse finanziarie ai programmi di ricerca e sviluppo che possono contribuire al conseguimento degli obiettivi del Green Deal europeo.

La proposta può comportare un impatto sociale positivo indiretto, a condizione che l'opzione prescelta consegua l'obiettivo di contribuire ad agevolare l'accesso delle imprese ai mercati pubblici, dove potrebbero ora beneficiare di un insieme più diversificato e più ampio di fonti di finanziamento, riuscendo così a impegnarsi nell'innovazione sociale e ad assumere un maggior numero di persone. Poiché l'iniziativa si rivolge in particolare alle PMI (con alcune misure direttamente rivolte a loro), è probabile che l'impatto (indiretto) sull'occupazione sia particolarmente rilevante. Oggi le PMI dell'UE danno lavoro a circa 100 milioni di persone, generano più della metà del PIL dell'UE e svolgono un ruolo chiave garantendo un valore aggiunto in tutti i settori dell'economia<sup>36</sup>. È importante notare che esse costituiscono il 99,8 %

---

<sup>36</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Una strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale" (COM(2020) 103 final, pag. 1).

delle imprese dell'UE<sup>37</sup>. Grazie a un accesso più ampio e più personalizzato ai finanziamenti, queste imprese saranno ora in grado di crescere a un ritmo più rapido, con implicazioni positive per l'occupazione in tutta l'UE. Si prevede pertanto che le misure, nell'ambito di un più ampio pacchetto volto a facilitare l'accesso delle PMI ai finanziamenti nel mercato dei capitali, avranno un impatto positivo sul mercato del lavoro dell'UE e aumenteranno la coesione economica.

La presente proposta avrà probabilmente un impatto positivo indiretto sulla digitalizzazione, fornendo fonti di finanziamento più ampie e più diversificate per progetti e imprese ad alta intensità di capitale, compresi quelli incentrati sulla digitalizzazione e l'innovazione.

La valutazione d'impatto conclude che il "pacchetto" di misure proposto contribuirà all'obiettivo generale dell'Unione dei mercati dei capitali di facilitare l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali. Il pacchetto di misure sosterrà le società quotate nelle sedi di negoziazione dell'UE, riducendo i loro oneri amministrativi e consentendo una maggiore liquidità. Tuttavia la valutazione d'impatto sottolinea anche che le misure normative incluse nella presente iniziativa non comporterebbero necessariamente, di per sé, un aumento del numero di quotazioni nell'UE, che dipende invece da molti fattori diversi.

- **Adeguatezza normativa e semplificazione**

Non è stato individuato alcun impatto sui costi amministrativi connessi al principio "*one in, one out*", anche se da questa iniziativa è previsto l'emergere di alcuni costi di adeguamento. Per le società potrebbero insorgere costi minimi di adeguamento diretto, dovuti alla necessità di garantire che la quotazione sia strutturata conformemente alle nuove norme e, più in particolare, alle misure di salvaguardia a tutela degli investitori.

- **Diritti fondamentali**

La presente proposta rispetta i diritti e le libertà fondamentali sanciti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. La libera circolazione delle persone e dei servizi e la libertà di stabilimento, che si annoverano tra i diritti e le libertà fondamentali tutelati dal trattato sull'Unione europea e dal trattato sul funzionamento dell'Unione europea, sono pertinenti ai fini della presente iniziativa.

La proposta incide sul diritto alla vita privata e alla protezione dei dati personali di alcuni azionisti e persone che esercitano diritti di voto nella società, nonché dei possessori di titoli con diritti speciali di controllo. La disposizione che impone la comunicazione dell'identità di tali azionisti e persone mira a rafforzare la fiducia degli investitori e a facilitare un processo decisionale informato in materia di investimenti, migliorando in tal modo sia la tutela degli investitori sia l'efficienza del mercato. Poiché l'investitore può essere un membro del pubblico, tali informazioni dovrebbero essere accessibili al pubblico. La disposizione si limita a quanto è necessario per tutelare l'interesse degli investitori all'adozione di decisioni ben informate e per garantire la fiducia degli investitori. Inoltre la proposta impone la comunicazione di dati personali solo in relazione agli azionisti e alle persone che detengono un potere decisionale significativo o che possono altrimenti esercitare diritti di controllo nella società. In assenza di una tale comunicazione, gli investitori non sarebbero in grado di prendere decisioni di investimento pienamente informate.

#### **4. INCIDENZA SUL BILANCIO**

La presente iniziativa non dovrebbe avere un impatto significativo sul bilancio dell'UE.

---

<sup>37</sup> Eurostat, 2018 Cifre chiave (europa.eu).

## **5. ALTRI ELEMENTI**

- **Piani attuativi e modalità di monitoraggio, valutazione e segnalazione**

È prevista una valutazione cinque anni dopo l'attuazione della misura secondo gli orientamenti della Commissione per legiferare meglio, finalizzata a verificare, in particolare, l'efficacia e l'efficienza della direttiva nel conseguimento degli obiettivi strategici e a decidere se siano necessarie nuove misure o modifiche. Gli Stati membri forniscono alla Commissione le informazioni necessarie per redigere tale valutazione.

- **Illustrazione dettagliata delle singole disposizioni della proposta**

L'articolo 1 stabilisce l'oggetto. Esso stabilisce, in particolare, che la presente direttiva riguarda solo l'adozione di strutture con azioni a voto plurimo da parte delle società che chiedono di quotarsi per la prima volta in un mercato di crescita per le PMI in uno o più Stati membri.

L'articolo 2 stabilisce le definizioni utilizzate nella presente direttiva, tra cui "società", "strutture con azioni a voto plurimo", "azioni a voto plurimo" e "mercato di crescita per le PMI".

L'articolo 3 chiarisce che la presente direttiva è una direttiva di armonizzazione minima e che gli Stati membri possono adottare o mantenere disposizioni nazionali che consentono alle società di adottare strutture con azioni a voto plurimo in situazioni non contemplate dalla presente direttiva.

L'articolo 4 stabilisce il principio secondo cui gli Stati membri devono garantire che le società possano adottare strutture con azioni a voto plurimo quando chiedono per la prima volta l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI. Tale articolo garantisce inoltre che gli Stati membri lascino alle società la flessibilità di adottare strutture con azioni a voto plurimo prima di chiedere l'ammissione delle loro azioni alla negoziazione. In tali casi gli Stati membri hanno la possibilità di stabilire che i diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo possano essere utilizzati solo dopo l'ammissione alla negoziazione.

L'articolo 5 stabilisce l'obbligo per gli Stati membri di garantire un trattamento equo e paritario degli azionisti e di assicurare un'adeguata tutela degli interessi della società e degli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo, introducendo opportune misure di salvaguardia. A tal fine prevede un livello minimo di armonizzazione in relazione alle misure di salvaguardia, imponendo agli Stati membri di includere determinate misure di salvaguardia elencate nell'articolo. L'articolo 5 elenca inoltre le misure di salvaguardia supplementari che gli Stati membri possono prendere in considerazione a tale scopo.

L'articolo 6 stabilisce obblighi di comunicazione al pubblico per le società che hanno adottato strutture con azioni a voto plurimo, applicabili sia al momento dell'ammissione alla negoziazione delle azioni della società sia periodicamente su base annuale. Ciò comprende informazioni relative alla struttura del capitale sociale della società, alle caratteristiche delle azioni a voto plurimo e alla presenza nella società di altri meccanismi di rafforzamento del controllo.

L'articolo 7 prevede una disposizione sul riesame della direttiva.

L'articolo 8 prevede disposizioni sul recepimento della direttiva.

L'articolo 9 indica la data di entrata in vigore della presente direttiva.

L'articolo 10 stabilisce i destinatari della presente direttiva.

Proposta di

**DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO**

**sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI**

(Testo rilevante ai fini del SEE)

IL PARLAMENTO EUROPEO E IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 50, paragrafo 1, l'articolo 50, paragrafo 2, lettera g), e l'articolo 114,

vista la proposta della Commissione europea,

previa trasmissione del progetto di atto legislativo ai parlamenti nazionali,

visto il parere del Comitato economico e sociale europeo<sup>38</sup>,

deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria,

considerando quanto segue:

- (1) Per rafforzare l'attrattiva dei mercati di crescita per le PMI e ridurre le disuguaglianze per le imprese che chiedono l'ammissione alla negoziazione nel mercato unico, è necessario affrontare gli impedimenti all'accesso a tali mercati derivanti dagli ostacoli normativi. Le società dovrebbero poter scegliere le strutture di governance più adatte alla loro fase di sviluppo, anche consentendo ai loro azionisti di controllo di mantenere il controllo dell'attività dopo aver avuto accesso ai mercati di crescita per le PMI, beneficiando nel contempo dei vantaggi associati alle negoziazioni in tali mercati, purché continuino a essere tutelati i diritti degli azionisti di minoranza.
- (2) Il timore di perdere il controllo su una società costituisce uno dei principali deterrenti per gli azionisti di controllo dall'accedere ai mercati di crescita per le PMI. L'ammissione alla negoziazione comporta solitamente una diluizione della proprietà degli azionisti di controllo, riducendo così la loro influenza su importanti decisioni di investimento e operative all'interno della società. Il mantenimento del controllo della società può essere importante in particolare per le start-up e le imprese con progetti a lungo termine che richiedono notevoli costi iniziali, in quanto potrebbero voler perseguire la loro visione senza essere troppo esposte alle fluttuazioni del mercato.
- (3) Le strutture con azioni a voto plurimo sono un meccanismo efficace per consentire agli azionisti di controllo di mantenere il potere decisionale in una società, raccogliendo nel contempo fondi presso il pubblico. Le strutture con azioni a voto plurimo sono una forma di meccanismo di rafforzamento del controllo che coinvolge almeno due categorie distinte di azioni con un numero diverso di diritti di voto. Nell'ambito di tali strutture, almeno una delle categorie di azioni ha un valore di voto inferiore a quello di

---

<sup>38</sup> GU C [...] del [...], pag. [...].

un'altra categoria (o di altre categorie) di azioni con diritto di voto. L'azione che conferisce il maggior numero di voti è un'azione a voto plurimo.

- (4) Oltre alle strutture con azioni a voto plurimo esistono anche altri meccanismi di rafforzamento del controllo che consentono di far leva sul potere di voto. Tali meccanismi possono comprendere le azioni senza diritto di voto, le azioni privilegiate senza diritto di voto e i massimali dei diritti di voto. Tuttavia tali meccanismi alternativi di rafforzamento del controllo, essendo più rigidi nella loro configurazione, possono limitare la quantità di capitale che una società può raccogliere al momento dell'ammissione alla negoziazione nei mercati di crescita per le PMI a causa della minore dissociazione tra diritti economici e diritti di voto.
- (5) Le azioni di fedeltà, come le azioni a voto plurimo, conferiscono diritti di voto superiori a un azionista. Un azionista può ottenere diritti di voto aggiuntivi connessi alle azioni di fedeltà detenendo l'azione per il periodo di tempo previsto e rispettando determinate condizioni. Le azioni di fedeltà sono meccanismi di rafforzamento del controllo concepiti per promuovere una proprietà più stabile e orientata al lungo termine tra gli azionisti, piuttosto che per aumentare l'attrattiva della raccolta di fondi presso il pubblico. Non è pertanto opportuno includere le azioni di fedeltà nell'ambito di applicazione della presente direttiva.
- (6) Tra gli Stati membri vi sono differenze sostanziali per quanto riguarda le disposizioni nazionali in materia di azioni a voto plurimo. Alcuni Stati membri consentono strutture con azioni a voto plurimo, mentre altri le vietano. In alcuni Stati membri il divieto di azioni a voto plurimo è limitato alle società pubbliche, mentre in altri si applica a tutte le società. Le differenze tra i regimi nazionali creano ostacoli alla libera circolazione dei capitali nel mercato interno. Inoltre la frammentazione normativa crea condizioni di disparità per le società nei diversi Stati membri. Se chiedono l'ammissione alla negoziazione con azioni a voto plurimo, le società di uno Stato membro che vieta le strutture con azioni a voto plurimo devono trasferirsi in un altro Stato membro o anche al di fuori dell'Unione e devono quindi far fronte a costi più elevati. In alcuni casi, a causa di tali maggiori costi, le società possono decidere di non raccogliere fondi presso il pubblico, il che può limitare le loro opportunità di finanziamento. Tali considerazioni sono particolarmente pertinenti per le PMI e le start-up che non dispongono di risorse finanziarie per coprire tali costi.
- (7) Gli Stati membri dovrebbero dare alle società la possibilità di adottare strutture con azioni a voto plurimo per consentire loro di chiedere l'ammissione alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI senza che i loro azionisti di controllo debbano rinunciare al controllo. Se da un lato l'ammissione alla negoziazione nei mercati regolamentati è maggiormente indicata per le società più grandi e mature, i mercati di crescita per le PMI sono generalmente più adatti alle piccole e medie imprese. Tali mercati sono stati originariamente concepiti come sedi di negoziazione dedicate per le PMI con un trattamento normativo che tiene conto delle specificità di tali imprese. Le società i cui titoli sono quotati in questi mercati non sono però tutte PMI. La direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>39</sup> stabilisce che le PMI costituiscano almeno il 50 % degli emittenti di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati di crescita per le PMI. Le società diverse dalle PMI hanno generalmente titoli più liquidi e pertanto la loro ammissione ai mercati di crescita per

---

<sup>39</sup> Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

le PMI consente a tali mercati di generare commissioni di negoziazione più elevate al fine di mantenere la redditività del loro modello aziendale. Tuttavia, per garantire chiarezza agli investitori, tutti gli emittenti nei mercati di crescita per le PMI, indipendentemente dalle loro dimensioni, sono attualmente soggetti alle stesse norme. È pertanto opportuno che l'introduzione del diritto di adottare strutture con azioni a voto plurimo si applichi a tutte le società che chiedono per la prima volta l'ammissione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI.

- (8) Gli Stati membri dovrebbero poter introdurre o mantenere in vigore disposizioni nazionali che consentano alle società di adottare tali strutture per scopi diversi dall'ammissione iniziale alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI. Ciò include la possibilità per le società di adottare azioni a voto plurimo quando sono già ammesse alla negoziazione, quando chiedono l'ammissione in un sistema multilaterale di negoziazione non registrato come mercato di crescita per le PMI o in un mercato regolamentato, o la garanzia che le società private possano adottare azioni a voto plurimo indipendentemente dal fatto che intendano chiedere l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni. Ciò può includere anche i casi in cui le società passano da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato, pur mantenendo le azioni a voto plurimo.
- (9) Le società possono adottare strutture con azioni a voto plurimo attraverso una nuova emissione di azioni o un altro tipo di operazione societaria, come la conversione di azioni già emesse. Le società dovrebbero avere la flessibilità di scegliere il tipo di operazione societaria più appropriato per adottare strutture con azioni a voto plurimo in conformità del diritto nazionale. Inoltre dovrebbero disporre di flessibilità anche per quanto riguarda i tempi di adozione delle strutture con azioni a voto plurimo, a condizione che ciò avvenga per chiedere per la prima volta l'ammissione di azioni alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI. Gli Stati membri non dovrebbero impedire alle società di adottare strutture con azioni a voto plurimo in un momento precedente all'ammissione di azioni alla negoziazione. Gli Stati membri dovrebbero tuttavia essere autorizzati a stabilire che l'esercizio dei diritti di voto potenziati, che rappresentano diritti di voto aggiuntivi connessi alle azioni a voto plurimo rispetto ai diritti di voto delle azioni di altre categorie, è subordinato all'ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI in uno o più Stati membri. In tal caso e fino all'ammissione alla negoziazione, le azioni a voto plurimo dovrebbero avere gli stessi diritti di voto delle altre categorie di azioni della società. Ciò garantirebbe che le azioni a voto plurimo promuovano specificamente l'ammissione iniziale alla negoziazione nei mercati di crescita per le PMI.
- (10) A causa della diminuzione del potere di voto degli azionisti non di controllo nella società in relazione ai loro investimenti, le strutture con azioni a voto plurimo possono conferire agli azionisti di controllo di tale società un controllo permanente, determinando in tal modo l'*entrenchment* degli azionisti di controllo. Ciò può aumentare il rischio che gli azionisti di controllo traggano benefici privati dal controllo. Per far fronte a tali rischi, l'adozione di strutture con azioni a voto plurimo dovrebbe essere soggetta a misure di salvaguardia a tutela degli azionisti di minoranza.
- (11) Gli Stati membri che consentono azioni a voto plurimo prevedono misure di salvaguardia per tutelare gli azionisti di minoranza e gli interessi della società. Tuttavia le misure di salvaguardia esistenti variano da uno Stato membro all'altro a causa delle specificità nazionali e dei diversi sistemi di diritto societario. Tenuto conto degli obiettivi del mercato interno enunciati in particolare all'articolo 50, paragrafo 2, lettera g), del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, gli Stati membri

dovrebbero garantire un approccio coordinato nelle rispettive legislazioni nazionali in materia di strutture con azioni a voto plurimo per quanto riguarda la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e della società. Ciò comprende la protezione contro le decisioni che creano rischi o comportano conseguenze negative per i diritti umani, il clima e l'ambiente. Nell'ambito di tale approccio coordinato, tutti gli Stati membri dovrebbero garantire che qualsiasi decisione di adottare una struttura con azioni a voto plurimo, o di modificare tale struttura qualora vi sia un impatto sui diritti di voto, sia presa a maggioranza qualificata in sede di assemblea generale degli azionisti. Inoltre gli Stati membri dovrebbero limitare il peso di voto delle azioni a voto plurimo introducendo restrizioni alla concezione della struttura con azioni a voto plurimo o all'esercizio dei diritti di voto connessi alle azioni a voto plurimo per l'adozione di determinate decisioni. La restrizione all'esercizio dei diritti di voto può essere attuata richiedendo che per l'approvazione a maggioranza qualificata serva sia la maggioranza qualificata dei voti espressi all'assemblea generale degli azionisti sia quella del capitale sociale rappresentato all'assemblea generale degli azionisti.

- (12) Gli Stati membri dovrebbero avere la facoltà di introdurre misure di salvaguardia supplementari, ove necessario, per garantire un'adeguata tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e degli interessi della società. Gli Stati membri dovrebbero valutare l'opportunità di misure di salvaguardia supplementari alla luce della loro efficacia nel tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza e della società, assicurando nel contempo che tali misure non vanifichino lo scopo delle strutture con azioni a voto plurimo, vale a dire la possibilità per gli azionisti di controllo di una società di influenzare decisioni importanti, compresa la nomina degli amministratori.
- (13) La comunicazione di informazioni accurate, complete e tempestive sugli emittenti rafforza la fiducia degli investitori e consente di prendere decisioni informate in materia di investimenti. Questo processo decisionale informato in materia di investimenti migliora sia la tutela degli investitori sia l'efficienza del mercato. Gli Stati membri dovrebbero pertanto imporre alle società che presentano strutture con azioni a voto plurimo di pubblicare informazioni dettagliate sulla loro struttura azionaria e sul loro sistema di governance societaria al momento dell'ammissione alla negoziazione, nonché periodicamente nella relazione finanziaria annuale. Tali informazioni dovrebbero indicare se vi siano limitazioni alla detenzione di titoli, compreso se qualsiasi trasferimento di titoli richieda l'approvazione della società o di altri possessori di titoli. Dovrebbero inoltre indicare se vi sono restrizioni al diritto di voto, compresi limitazioni dei diritti di voto dei possessori di una determinata percentuale o un certo numero di voti, dei termini imposti per l'esercizio del diritto di voto o sistemi in cui i diritti finanziari connessi ai titoli sono separati dal possesso dei titoli. Tali società dovrebbero anche comunicare l'identità dei possessori di azioni a voto plurimo, nonché delle persone fisiche autorizzate a esercitare i diritti di voto per loro conto e delle persone che esercitano diritti speciali di controllo per garantire agli investitori, in quanto membri del pubblico, trasparenza sulla proprietà finale e sull'influenza di fatto sulla società. Ciò consentirebbe agli investitori di prendere decisioni informate e rafforzerebbe in tal modo la loro fiducia nel buon funzionamento dei mercati dei capitali.
- (14) Poiché gli obiettivi della presente direttiva, vale a dire aumentare le possibilità di finanziamento per le imprese e rendere più attraenti i mercati di crescita per le PMI, non possono essere conseguiti in misura sufficiente e tempestiva dagli Stati membri ma, a motivo della portata e degli effetti delle misure, possono essere conseguiti più efficacemente e rapidamente a livello di Unione, quest'ultima può intervenire in base

al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato sull'Unione europea. La presente direttiva si limita a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo.

- (15) Per tenere conto degli sviluppi del mercato e degli sviluppi in altri settori del diritto dell'Unione o dell'esperienza degli Stati membri nell'attuazione della presente direttiva, la Commissione dovrebbe riesaminare la direttiva cinque anni dopo la data di recepimento.
- (16) Conformemente alla dichiarazione politica comune del 28 settembre 2011 degli Stati membri e della Commissione sui documenti esplicativi<sup>40</sup>, gli Stati membri si sono impegnati ad accompagnare, in casi giustificati, la notifica delle loro misure di recepimento con uno o più documenti che chiariscano il rapporto tra gli elementi costitutivi di una direttiva e le parti corrispondenti degli strumenti nazionali di recepimento. Per quanto riguarda la presente direttiva, il legislatore ritiene che la trasmissione di tali documenti sia giustificata.
- (17) Il Garante europeo della protezione dei dati è stato consultato a norma dell'articolo 42, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2018/1725 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>41</sup> e ha espresso un parere in data [XX XX 2022/2023]<sup>42</sup>,

HANNO ADOTTATO LA PRESENTE DIRETTIVA:

### *Articolo 1*

#### **Oggetto**

La presente direttiva stabilisce norme comuni sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI in uno o più Stati membri e che non hanno azioni già ammesse alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione.

### *Articolo 2*

#### **Definizioni**

Ai fini della presente direttiva si applicano le definizioni seguenti:

- a) "società": un soggetto giuridico costituito in uno dei tipi di società di cui all'allegato I della direttiva (UE) 2017/1132;
- b) "azioni a voto plurimo": azioni appartenenti a una categoria distinta e separata che conferiscono maggiori diritti di voto rispetto a un'altra categoria di azioni con diritti di voto su questioni che devono essere decise dall'assemblea generale degli azionisti;
- c) "struttura con azioni a voto plurimo": la struttura azionaria di una società contenente almeno una categoria di azioni a voto plurimo;

---

<sup>40</sup> GU C 369 del 17.12.2011, pag. 14.

<sup>41</sup> Regolamento (UE) 2018/1725 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2018, sulla tutela delle persone fisiche in relazione al trattamento dei dati personali da parte delle istituzioni, degli organi e degli organismi dell'Unione e sulla libera circolazione di tali dati, e che abroga il regolamento (CE) n. 45/2001 e la decisione n. 1247/2002/CE (Testo rilevante ai fini del SEE) (GU L 295 del 21.11.2018, pag. 39).

<sup>42</sup> [OP: nota a piè di pagina una volta disponibile].

- d) "sede di negoziazione": una sede di negoziazione quale definita all'articolo 4, paragrafo 1, punto 24), della direttiva 2014/65/UE;
- e) "mercato di crescita per le PMI": un mercato di crescita per le PMI quale definito all'articolo 4, paragrafo 1, punto 12), della direttiva 2014/65/UE;
- f) "rapporto di voto ponderato": il rapporto tra i voti connessi alle azioni a voto plurimo e i voti connessi alle azioni con i diritti di voto minori.

### *Articolo 3*

#### **Introduzione o mantenimento di disposizioni nazionali in materia di azioni a voto plurimo**

Gli Stati membri possono introdurre o mantenere in vigore disposizioni nazionali che consentono alle società di adottare strutture con azioni a voto plurimo in situazioni non contemplate dalla presente direttiva.

### *Articolo 4*

#### **Adozione di strutture con azioni a voto plurimo**

1. Gli Stati membri assicurano che le società che non hanno azioni ammesse alla negoziazione in una sede di negoziazione abbiano il diritto di adottare strutture con azioni a voto plurimo per l'ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI in uno o più Stati membri. Gli Stati membri non impediscono l'ammissione alla negoziazione di azioni di una società in un mercato di crescita per le PMI per il fatto che la società ha adottato una struttura con azioni a voto plurimo.
2. Il diritto di cui al paragrafo 1 comprende il diritto di adottare strutture con azioni a voto plurimo in tempo utile prima di chiedere l'ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI.
3. Gli Stati membri possono subordinare l'esercizio dei diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo all'ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI in uno o più Stati membri.

### *Articolo 5*

#### **Misure di salvaguardia per un trattamento equo e non discriminatorio degli azionisti di una società**

1. Gli Stati membri assicurano un trattamento equo e non discriminatorio degli azionisti, nonché un'adeguata tutela degli interessi degli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo, e della società attraverso opportune misure di salvaguardia. A tal fine gli Stati membri provvedono a quanto segue:
  - a) garantiscono che la decisione di una società di adottare una struttura con azioni a voto plurimo e qualsiasi successiva decisione di modificare una struttura con azioni a voto plurimo che incida sui diritti di voto siano adottate dall'assemblea generale degli azionisti di tale società e siano approvate a maggioranza qualificata come specificato nel diritto nazionale.

Ai fini della presente lettera, qualora vi siano più categorie di azioni, tali decisioni sono altresì soggette a votazione separata per ciascuna categoria di azionisti i cui diritti sono interessati dalle decisioni; e

- b) limitano il peso di voto delle azioni a voto plurimo rispetto all'esercizio dei diritti degli altri azionisti, in particolare durante le assemblee generali, introducendo uno degli elementi seguenti:
    - i) un rapporto di voto ponderato massimo e una prescrizione sulla percentuale massima del capitale sociale in essere che l'importo totale delle azioni a voto plurimo può rappresentare;
    - ii) una restrizione all'esercizio dei diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo per le votazioni su questioni che devono essere decise dall'assemblea generale degli azionisti e che richiedono l'approvazione a maggioranza qualificata.
2. Gli Stati membri possono prevedere ulteriori misure di salvaguardia per assicurare un'adeguata tutela degli azionisti e degli interessi della società. Tali misure di salvaguardia possono comprendere in particolare:
- a) una disposizione per evitare che i diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo siano trasferiti a terzi o continuino a esistere in caso di decesso, incapacità di agire o pensionamento del possessore originario delle azioni a voto plurimo (clausola di caducità basata sul trasferimento);
  - b) una disposizione per evitare che i diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo continuino a esistere dopo un determinato periodo di tempo (clausola di caducità basata sul tempo);
  - c) una disposizione per evitare che i diritti di voto potenziati connessi alle azioni a voto plurimo continuino a esistere al verificarsi di un evento specifico (clausola di caducità basata su eventi);
  - d) l'obbligo di garantire che i diritti di voto potenziati non possano essere utilizzati per bloccare l'adozione di decisioni da parte dell'assemblea generale degli azionisti volte a prevenire, ridurre o eliminare gli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente connessi alle attività della società.

## *Articolo 6*

### **Trasparenza**

1. Gli Stati membri assicurano che le società che presentano strutture con azioni a voto plurimo le cui azioni sono negoziate o devono essere negoziate in un mercato di crescita per le PMI mettano a disposizione del pubblico, nel [documento UE relativo alle emissioni per la crescita di cui all'articolo 15 bis] del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>43</sup> o nel documento di ammissione di cui all'articolo 33, paragrafo 3, lettera c), della direttiva 2014/65/UE e nella relazione finanziaria annuale della società di cui all'articolo 78, paragrafo 2, lettera g), del regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione<sup>44</sup>, informazioni dettagliate su tutti gli elementi seguenti:

---

<sup>43</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (GU L 168 del 30.6.2017, pag. 12).

<sup>44</sup> Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 1).

- a) la struttura del capitale, compresi i titoli che non sono ammessi alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI di uno Stato membro, con l'indicazione delle varie categorie di azioni e, per ciascuna categoria di azioni, i diritti e gli obblighi connessi a tale categoria e la percentuale del capitale sociale totale e dei diritti di voto totali che tale categoria rappresenta;
  - b) eventuali restrizioni al trasferimento di titoli, compresi eventuali accordi tra azionisti noti alla società che potrebbero comportare restrizioni al trasferimento di titoli;
  - c) l'identità dei possessori di qualsiasi titolo che conferisce diritti speciali di controllo e una descrizione di tali diritti;
  - d) eventuali restrizioni ai diritti di voto, compresi eventuali accordi tra azionisti noti alla società che potrebbero comportare restrizioni ai diritti di voto;
  - e) l'identità degli azionisti che detengono azioni a voto plurimo e della persona fisica o giuridica autorizzata a esercitare i diritti di voto per conto di tali azionisti, se del caso.
2. Se i possessori di azioni a voto plurimo o le persone autorizzate a esercitare i diritti di voto per loro conto o i possessori di titoli che conferiscono diritti speciali di controllo sono persone fisiche, la comunicazione della loro identità richiede soltanto l'indicazione dei nomi.

#### *Articolo 7*

##### **Riesame**

Entro [cinque anni dall'entrata in vigore], la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sull'attuazione e sugli effetti della presente direttiva. A tal fine, entro [quattro anni dall'entrata in vigore] gli Stati membri forniscono alla Commissione informazioni riguardanti in particolare:

- a) il numero di società ammesse alla negoziazione con azioni a voto plurimo;
- b) il settore in cui operano le società di cui alla lettera a) e la rispettiva capitalizzazione al momento dell'emissione;
- c) la garanzia della tutela degli investitori applicata dalle società di cui alla lettera a) per quanto riguarda le strutture con azioni a voto plurimo.

#### *Articolo 8*

##### **Recepimento**

1. Gli Stati membri mettono in vigore le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla presente direttiva entro due anni dalla sua entrata in vigore. Essi ne informano immediatamente la Commissione. Le disposizioni adottate dagli Stati membri contengono un riferimento alla presente direttiva o sono corredate di un siffatto riferimento all'atto della pubblicazione ufficiale. Le modalità di tale riferimento sono decise dagli Stati membri.
2. Gli Stati membri comunicano alla Commissione il testo delle disposizioni principali di diritto interno che adottano nel settore disciplinato dalla presente direttiva.

*Articolo 9*

**Entrata in vigore**

La presente direttiva entra in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

*Articolo 10*

**Destinatari**

Gli Stati membri sono destinatari della presente direttiva.

Fatto a Bruxelles, il

*Per il Parlamento europeo*

*La presidente*

[...]

*Per il Consiglio*

*Il presidente*

[...]