

**Senato della Repubblica**  
**Commissione Finanze e tesoro**

Testo dell'audizione della dott.ssa Emilia Orsini Segretario Generale, Resp. Relazioni Istituzionali AssoNEXT e dell'Avv. Lukas Plattner membro del Comitato Scientifico di AssoNEXT

15 giugno 2023

*Disegno di legge A.S. 674 "Interventi a sostegno della competitività dei capitali"*

Signor Presidente della Commissione, Senatore Garavaglia, Onorevoli Senatori,

desideriamo innanzitutto ringraziarVi per l'opportunità che viene data alla nostra Associazione di esprimere le proprie considerazioni nell'ambito del ciclo di audizioni che hanno a oggetto il disegno di legge recante Interventi a sostegno della competitività dei capitali.

AssoNEXT Associazione Italiana delle PMI Quotate riunisce un significativo numero di società quotate sul mercato azionario Euronext Growth Milan ("EGM"), organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("BIT"): si tratta prevalentemente di società di piccole e medie dimensioni ("PMI"), attive in diversi settori manifatturieri, commerciali e dei servizi, che hanno scelto di quotarsi e di aprire il proprio capitale a una pluralità di investitori.

Ad AssoNEXT partecipa poi quello che definiamo l'ecosistema del mercato EGM: advisors, studi legali, società di comunicazione e di revisione, professionisti che accompagnano le società in quotazione e, poi, nel corso della loro vita sul mercato.

La ricchezza di AssoNEXT è proprio data dall'eterogeneità della nostra base associativa e dunque dalla rappresentatività dei contributi che, ci auguriamo, possano essere d'ausilio nel proseguo dell'attività di riforma dei mercati finanziari.

Grazie all'impegno profuso da Borsa Italiana, insieme a quello di tutto l'ecosistema EGM e delle Istituzioni, le società quotate su questo mercato sono oggi 193, con una capitalizzazione pari a 7,5 miliardi di euro. EGM, giova sottolineare, rappresenta il mercato di elezione per le PMI e solo grazie a questo segmento il calo del numero le società quotate in Italia non è stato oltremodo drammatico.

Complessivamente per le PMI quotate su EGM sono stati raccolti 4,8 miliardi di euro; nel 2023, 9 sono state le IPO, con una raccolta di 51 milioni di euro.

Il mercato azionario italiano, tuttavia, ha una dimensione modesta rispetto all'economia del nostro Paese e ai maggiori mercati azionari europei e mondiali.

Per accrescere la dimensione del mercato c'è bisogno non solo di incentivare nuove aziende a quotarsi, ma è anche necessario promuovere la partecipazione degli investitori individuali e istituzionali.

Il DDL Capitali coglie nel segno e il contenuto è stato accolto con entusiasmo dai nostri associati e aderenti e, in continuità con il contributo fornito al c.d. Libro Verde del MEF, auspichiamo che il DDL Capitali costituisca il primo passo di una politica industriale di ampio respiro destinata a supportare la crescita in Italia e all'estero delle nostre PMI, asse portante del Made in Italy, con pacchetti di stimoli, regolatori e fiscali, che favoriscano la canalizzazione del risparmio privato verso il cuore del tessuto produttivo nazionale. La novella codicistica del diritto societario compie quest'anno vent'anni mentre il Testo Unico della Finanza venticinque anni. È, quindi, giunto il momento, e il periodo sembra davvero propizio, per un intervento di riordino e semplificazione anche volto a eliminare i numerosissimi casi di *gold plating* rispetto alla normativa UE.

Oltre alle imprescindibili modifiche regolamentari a nostro avviso occorre intervenire sul lato della domanda e della liquidità. I dati del 2013 sono decisamente preoccupanti: nei primi 4 mesi dell'anno evidenziano che i volumi dell'indice principale FTSE MIB sono scesi -20%, mentre l'indice small caps FTSE SMALL Caps registra un più marcato -35%.

Una prima strada è rappresentata da nuove regole per i PIR e gli ELTIF, che incentivino concretamente il risparmio italiano a investire nell'economia domestica convogliando risorse alle PMI; oppure, attraverso il risparmio previdenziale che ha finora svolto un ruolo molto modesto che, seguendo l'esempio della Francia, andrebbe decisamente potenziato.

È essenziale per lo sviluppo del mercato un incremento sensibile degli investitori istituzionali tramite l'intervento di soggetti a partecipazione pubblica (es. CPD Equity, Fondo Italiano d'Investimento, Invitalia, il neocostituito Fondo Strategico Nazionale del Made in Italy) sia tramite interventi diretti sia attraverso investimenti in veicoli di investimento destinati alle PMI quotate. A questo fine dovrebbe essere introdotto l'obbligo di destinare una parte delle risorse incluse nel Patrimonio Destinato di cui alla D. L. 34/2020 alle PMI che accedono al mercato del capitale di rischio, anche in questo caso la via preferibile pare quella di investire in veicoli con *team* dedicati alle PMI quotate.

Con questi desiderata, AssoNEXT apprezza ed esprime un giudizio favorevole nei confronti del Ddl Capitali di questo Governo. Nelle osservazioni che seguiranno non ci soffermeremo sugli aspetti che condividiamo appieno; le nostre considerazioni riguarderanno principalmente gli ambiti di un possibile miglioramento della normativa che riguarda i mercati MTF destinati alle PMI, tenuto conto del loro successo e della necessità di incentivare l'accesso e la permanenza su questi mercati.

Passo dunque la parola all'Avv. Lukas Plattner membro del Comitato Scientifico di AssoNEXT, Socio ADVANT Nctm.

## PROPOSTA DI EMENDAMENTI ALL'ARTICOLO 4 DEL C.D. "DDL CAPITALI"

A metà degli anni '90, anche sulla spinta delle direttive comunitarie, prendevano avvio i lavori per la riforma del diritto societario e dei mercati finanziari che avrebbero condotto prima alla approvazione del testo unico in materia di intermediazione finanziaria (D. Lgs. 58/1009, "TUF") e poi alla novella del Codice Civile del 2003.

In particolare, nel TUF veniva introdotto il tipo *emittente diffuso* per contenere «*i rischi di disincentivazione alla quotazione sottesi ad una eccessiva asimmetria nella disciplina dei controlli concernenti le società con titoli negoziati sui mercati regolamentati e le società che sistematicamente fanno appello al pubblico risparmio*», proponendo allo scopo una nuova regolamentazione non solo delle società quotate, ma anche di «*quei soggetti che in maniera diffusa fanno appello al pubblico risparmio*» (Audizione del direttore generale del tesoro, Mario Draghi, VI Commissione Finanze della Camera, 10 dicembre 1997).

L'obiettivo di tale definizione normativa erano quelle società che raccoglievano direttamente capitali presso il pubblico risparmio senza essere quotate, con il risultato di mettere così a rischio il risparmio di massa e l'integrità del mercato, in quanto soggette a presidi meno rigorosi rispetto alle società quotate.

Venne così introdotto nel TUF un gradino intermedio, a cui ricondurre le società per azioni non quotate, che facevano comunque appello al pubblico risparmio, per estendere gli obblighi di trasparenza informativa a tale tipologia di emittente. Contestualmente, venne conferito alla Consob il potere di determinare quali emittenti fossero diffusi e di definire gli obblighi gravanti su questi.

Il dibattito che precedette la riforma del diritto delle società di capitali - vista l'impostazione del TUF - rilevava la necessità «*di ridurre la asimmetria di disciplina*» venutasi, per certi versi, ancora più ad accentuare a seguito della riforma del TUF, tra società emittenti titoli sui mercati regolamentati e società che fanno ricorso al pubblico risparmio con titoli non quotati. Si riteneva che da questa asimmetria sarebbe potuto derivare un «*grave rischio di disincentivazione della quotazione*». L'obiettivo era allora sottoporre la società per azioni che avesse fatto «*effettivo ricorso al mercato dei capitali*» a «*regole caratterizzate da un maggior grado di imperatività*» (Commissione Mirone, *Relazione illustrativa*, in *Riv. soc.*, 2000, pp. 29-30 e 41).

I propositi della «Commissione Mirone» divenivano - testualmente - criterio direttivo della L. 3 ottobre 2001, n. 366, recante delega al Governo per la riforma del diritto societario. In coerenza con tali premesse, il decreto delegato recante la riforma ha distinto le «*società diffuse*» e le società quotate dalle società per azioni di diritto comune, sottoponendo le prime a una disciplina sostanziale parzialmente comune, non più solo composta dagli obblighi informativi tipici delle quotate.

A oltre 20 anni dalla delega al Governo l'esperienza delle società diffuse può dirsi fallimentare: nell'elenco tenuto dalla CONSOB sono iscritte 58 società, divise tra banche popolari ed emittenti negoziati su Euronext Growth Milan (20), caduti loro malgrado nella rete tesa dall'art. 2325-bis, cod. civ..

Si tratta chiaramente di una categoria residuale nata per scopi di informazione ai risparmiatori, estesa a temi di governo societario, ma di fatto inapplicata se non a un numero impalpabile di PMI.

La disciplina va, quindi, rivisitata in maniera robusta con un adeguamento rispetto al mutato quadro normativo. Società che raccolgono capitali direttamente sul mercato ponendo a rischio i risparmiatori sono un fenomeno scomparso e il numero di emittenti diffusi iscritti nell'elenco CONSOB lo dimostra: per la più parte sono soggetti vigilati da Banca d'Italia e gli altri emittenti quotati su MTF.

A vent'anni dalla riforma del 2003 occorre prendere atto del successo dei mercati MTF destinati alle PMI e della forte e impellente necessità di prevedere finalmente un minimo *set* normativo volto a incentivare l'accesso a questi mercati e la permanenza sul mercato semplificando in via proporzionale il *set* di regole previsto nel Codice Civile.

In particolare, l'applicazione delle disposizioni in tema di governo societario va rimodulata in via proporzionale per gli emittenti MTF così da assicurare un impianto regolamentare diverso e meno pervasivo rispetto a quello cui sono assoggettate le società quotate sui mercati regolamentati, così come sta avvenendo anche nella UE col *Listing Act*.

Occorre, quindi, una riforma organica e proporzionale dedicata alle PMI che decidono di quotarsi su un MTF, evitando che si trovino, per fattori esterni quali la diffusione del flottante, ad essere assoggettate a un quadro legislativo pressoché identico alle società di maggiori dimensioni, quotate sul mercato regolamentato, e con una disciplina divergente rispetto agli emittenti MTF non diffusi (e conseguenti difficoltà di orientamento per gli investitori), nonché con maggiori oneri e costi. Tale risultato va scongiurato anche per evitare disarmonie sul mercato per effetto di quadri legislativi disomogenei.

L'art. 4 del DDL andrebbe, quindi, modificato prevedendo - oltre alle ottime modifiche già proposte, su cui concordiamo integralmente - :

- l'esclusione dalla definizione di "*società emittenti strumenti finanziari diffusi*" di cui al nuovo art. 2325-*ter* del codice civile non solo - come è già previsto - degli emittenti italiani quotati in mercati regolamentati<sup>1</sup>, ma anche degli emittenti italiani con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, nonché
- l'inclusione nella definizione di "*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*" (c.d. "*società aperte*") di cui all'articolo 2325-*bis* del codice civile non solo - come è già previsto - delle società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, ma anche delle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione.

In tal modo, le PMI che abbiano azioni negoziate in MTF (come il mercato "Euronext Growth Milan" organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.) non saranno più soggette a un regime giuridico variabile in dipendenza del grado di diffusione delle proprie azioni. Esse saranno, invece,

---

<sup>1</sup> Proponendo di eliminare la specificazione (attualmente prevista nel DDL) che debba trattarsi di mercati regolamentati "italiani".

stabilmente soggette al regime giuridico applicabile alle “società aperte”<sup>2</sup>, con la previsione di alcune significative eccezioni, volte a definire una disciplina degli emittenti negoziati su MTF che sia proporzionale rispetto al regime applicabile alle società quotate in mercati regolamentati.

Le eccezioni all’applicazione del regime delle “società aperte” (ulteriori rispetto a quella già operata dal DDL<sup>3</sup>) riguardano nello specifico: i quorum per l’assunzione delle delibere assembleari (v. infra artt. 2368 e 2369 cod. civ.), il quorum per l’impugnazione delle delibere assembleari (art. 2377 cod. civ.), la possibilità di prevedere ulteriori cause di recesso (ad esempio in caso di *delisting*, v. art. 2437, cod. civ.) e la possibilità di inserire clausole compromissorie negli atti costitutivi (art. 838-bis, cod. proc. civ.), così da permettere maggiore flessibilità nella risoluzione delle liti societarie.

Si propone, inoltre, di estendere agli emittenti con azioni negoziate in MTF la disciplina di favore prevista per le società quotate sui mercati regolamentati in tema di inizio o cessazione dell’attività di direzione e coordinamento (2497-*quater*, cod. civ.).

Infine, a tutela dell’integrità del mercato che necessità di procedimenti autorizzativi celeri, per evitare tensioni e incertezze e conseguenti fenomeni di volatilità, dovrebbe essere ridotta la tempistica di approvazione del documento di offerta da parte di CONSOB in caso di promozione di una offerta pubblica su strumenti finanziari emessi da un emittente MTF, in particolare diminuendo da 45 a 30 giorni il termine massimo di cui all’art. 102, comma 4, TUF, parificandolo così a quello previsto per gli emittenti quotati sui mercati regolamentati.

---

<sup>2</sup> In forza delle nuove definizioni, sarebbero pertanto applicabili agli emittenti azioni quotate in MTF i seguenti profili della disciplina speciale delle “società aperte”:

- il regime di pubblicità dei patti parasociali, come già previsto dal DDL (art. 2341-*ter* c.c.);
- il regime speciale relativo all’acquisto di azioni proprie, come già previsto dal DDL (art. 2357 e 2357-*ter* c.c.), anche in relazione agli acquisti effettuati da società controllate (art. 2359-bis c.c.);
- il rinvio alle norme speciali per la disciplina delle formalità per la convocazione dell’assemblea (art. 2366 c.c.);
- il quorum per la convocazione dell’assemblea su richiesta dei soci ridotto al 5% (in luogo del 10% previsto per le società chiuse) (art. 2367 c.c.);
- i quorum dell’assemblea straordinaria in terza convocazione (art. 2369, u.c., c.c.);
- il regime speciale della rappresentanza in assemblea (art. 2372 c.c.);
- i limiti all’impugnazione delle deliberazioni di aumento o riduzione del capitale e delle emissioni di obbligazioni (art. 2379-*ter*);
- il quorum per bloccare la decisione di rinuncia o transazione dell’azione di responsabilità verso gli amministratori ridotto al 5% (in luogo del 20% previsto per le società chiuse) (art. 2393 c.c.);
- il quorum per l’esercizio dell’azione di responsabilità da parte dei soci ridotto al 2,5% (in luogo del 20% previsto per le società chiuse) (art. 2393-bis c.c.);
- il quorum per la denuncia di fatti censurabili al collegio sindacale che attiva l’obbligo per il collegio di attivarsi senza ritardo, ridotto al 2% (in luogo del 5% per le società chiuse) (art. 2408 c.c.);
- il quorum per la denuncia al tribunale di gravi irregolarità nella gestione, ridotto al 5% (in luogo del 10% previsto per le società chiuse), nonché la possibilità che i provvedimenti del tribunale siano presi su iniziativa del p.m. (art. 2409 c.c.);
- il numero minimo (pari a tre) dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione in caso di adozione del sistema monistico di amministrazione e controllo (art. 2409-*octiesdecies* c.c.);
- il termine per l’esecuzione dei conferimenti di beni in natura e di crediti, pari a 90 giorni (in luogo dei 60 giorni previsti per le società chiuse) (art. 2440 c.c.);
- la disciplina delle società con partecipazione dello Stato o di altri enti pubblici (art. 2449 c.c.);
- la disciplina del contenuto del bilancio successivo alla fusione (art. 2504-bis c.c.).

Dal momento che queste previsioni troverebbero applicazione agli emittenti negoziati in MTF in forza della nuova definizione di “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”, si può/deve eliminare dal DDL (in quanto pleonastica) l’espressa estensione operata agli artt. 2341-*ter*, 2357 e 2357-*ter* del c.c. (cfr. l’art. 4, comma 3, lett. c) e d) del DDL).

<sup>3</sup> Ci si riferisce alla modifica dell’art. 2391-bis in base alla quale l’ambito della disciplina delle operazioni con parti correlate sarà limitato alle società con azioni quotate in mercati regolamentati.

\*\*\*

Con riguardo, in particolare, alla disciplina dei *quorum* assembleari, si evidenzia che, se troppo elevati, rappresentano per le PMI un forte disincentivo alla ammissione alle negoziazioni.

La possibilità che a seguito dell'incremento e frazionamento del flottante il socio di riferimento, spesso il fondatore, si trovi a perdere il controllo dell'emittente (così come ora previsto per gli emittenti MTF che diventano diffusi) è inaccettabile.

Paradossalmente una disciplina introdotta vent'anni fa per incentivare la quotazione si è rivelata essere controproducente proprio in relazione al raggiungimento di tale scopo.

In particolare, l'art. 2369, primo comma, cod. civ., prevede che nelle società diffuse, salvo che lo statuto non disponga diversamente, l'assemblea sia convocata in unica convocazione e trovino applicazione i *quorum* ivi previsti.

Quanto all'assemblea ordinaria non vi è *quorum* costitutivo, mentre il *quorum* deliberativo è pari alla maggioranza assoluta del capitale presente; per l'assemblea straordinaria, invece, il *quorum* costitutivo è pari al 20% del capitale sociale, salvo più elevata previsione statutaria, e il *quorum* deliberativo è, in tutte le convocazioni, pari al 66% del capitale rappresentato in assemblea (artt. 2368, 2. C., secondo periodo, e 2369, 3 e 7 c., cod. civ.).

In altri termini, l'inclusione tra i diffusi di un emittente MTF può determinare la perdita del controllo dell'assemblea straordinaria da parte del socio (fondatore) che abbia mantenuto la maggioranza del capitale sociale e/o dei diritti di voto – per effetto della diffusione delle azioni – dovendosi applicare le maggioranze rafforzate previste per le S.p.A. quotate sul mercato regolamentato (artt. 2368, 2. C., secondo periodo, e 2369, 3 e 7 c., cod. civ.).

Considerati i rilevanti effetti dissuasivi, gli emittenti MTF devono essere esclusi dalla disciplina in tema di maggioranze rafforzate (cd. *Supermajority*) nello spirito della riforma di cui al DDL Capitali.

Le PMI quotate su MTF debbono godere dell'opportunità di allargare il flottante e aumentare la liquidità (v. OECD, *Capital Market Review Italy* (2020), p. 19, in tema di *supermajority*) senza il timore di ricadere in una disciplina eccessivamente rigida.

\*\*\*

Si propone di inserire i seguenti emendamenti all'art. 4:

1. All'art. 2325-bis, primo comma, cod. civ., dopo le parole "*le società con azioni quotate in mercati regolamentati*", eliminare "*o*" e aggiungere l'inciso "*, quelle con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, nonché quelle con azioni*".
2. Nella rubrica dell'art. 2325-ter, cod. civ. (nel testo introdotto dal DDL) eliminare le parole "*società*" e "*strumenti finanziari*".

3. All'art. 2325-ter, primo comma, cod. civ. (nel testo introdotto dal DDL), dopo le parole *“non quotati in mercati regolamentati”* eliminare la parola *“italiani”* e aggiungere l'inciso *“e non negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione”*; nel quinto comma, dopo le parole *“diversi dalle azioni o”* sostituire *“dagli strumenti finanziari”* con *“dai valori mobiliari”*; nel sesto comma, dopo le parole *“si considerano emittenti”* eliminare le parole *“strumenti finanziari”*.
4. All'art. 2368, secondo comma, secondo periodo, cod. civ., le parole: *“che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”* sono sostituite dalle seguenti: *“le cui azioni sono quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 2325-ter del Codice Civile”*.
5. All'art. 2369, primo comma, secondo periodo, cod. civ., le parole: *“che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”* sono sostituite dalle seguenti: *“le cui azioni sono quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 2325-ter del Codice Civile”*.
6. All'art. 2377, terzo comma, cod. civ., le parole *“che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”* sono sostituite dalle seguenti: *“le cui azioni sono quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 2325-ter del Codice Civile, il due virgola cinque per cento nelle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione”*.
7. All'art. 2437, quarto comma, cod. civ., dopo le parole: *“che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”* sono aggiunte le parole *“e in quelle con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione”*.
8. All'art. 2497-quater, primo comma, lettera c), cod. civ., dopo le parole: *“società con azioni quotate in mercati regolamentati”* sono aggiunte le seguenti: *“o negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione”*.
9. All'art. 838-bis, cod. proc. civ. le parole *“che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio a norma dell'articolo 2325-bis del Codice Civile”* sono sostituite dalle seguenti: *“le cui azioni sono quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 2325-ter del Codice Civile”*.
10. All'articolo 102, comma 4, del TUF, dopo le parole: *“non quotati”* sono aggiunte le seguenti: *“o non negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione”*.
11. All'articolo 125-bis del TUF è aggiunto il seguente comma: *“5. In attuazione di quanto previsto dall'articolo 2366, comma secondo, ultimo periodo, del codice civile, l'avviso di convocazione delle assemblee delle società italiane che hanno azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione è diffuso al mercato avvalendosi di un servizio di diffusione delle informazioni regolamentate autorizzato dalla Consob, o inviandolo ad almeno tre agenzie di stampa di cui due con diffusione nazionale. Esso è contestualmente pubblicato sul sito internet dell'emittente e su quello della società di gestione del sistema multilaterale di negoziazione”*.

## ULTERIORI PROPOSTE DI MODIFICA DEL DDL CAPITALI

### Articolo 2

Si suggerisce di utilizzare la nuova definizione di PMI anche in sede tributaria (i.e. disciplina in materia di credito d'imposta su costi di quotazione PMI; Pir specializzati in PMI, cd. "Pir alternativi"; *start up* innovative e PMI innovative) superando la oramai datata nozione contenuta nella Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003, che individua le PMI in base a numero dei dipendenti, fatturato annuo e totale attivo in bilancio. Non richiama invece la categoria delle PMI, a cui però sostanzialmente si riferisce, la disciplina dell'imposta sulle transazioni finanziarie che prevede un'esenzione per società con capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro, soglia che andrebbe armonizzata con quella ora proposta dal DDL (1 miliardo di euro).

### Articolo 7

Si propone di modificare l'art. 2412, comma 1, cod. civ., in tema di limiti all'emissioni obbligazionarie al fine di poter computare gli aumenti di capitale eseguiti dopo l'approvazione del bilancio di esercizio.

All'art. 2412, comma 1 dopo le parole «*il doppio del capitale sociale*» sono inserite le seguenti «*risultante dall'ultima delle iscrizioni di cui all'articolo 2444, comma 1*».

### Articolo 8

Allo scopo semplificare maggiormente gli aumenti di capitale in opzione si suggerisce di eliminare la previsione, assente nella disciplina eurounitaria, della cosiddetta asta dell'inoptato di cui al terzo comma, secondo periodo, dell'art. 2441, cod. civ..

~~«Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati o negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti nel mercato regolamentato o nel sistema multilaterale di negoziazione dagli amministratori, per conto della società, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma, per almeno due sedute, salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti».~~

### Articolo 9

Al fine facilitare i trasferimenti tra sistemi multilaterali di negoziazione e mercati regolamentati, fenomeno di una certa rilevanza, ad esempio, sul mercato Euronext di Parigi (35 passaggi da Euronext Paris a Euronext Growth Paris nel periodo 2018-2020), così da poter godere di un regime semplificato con minori oneri e costi legati alla permanenza sul mercato. Sul punto vale la pena notare che il legislatore francese, con la Loi n° 2009-1255, si è mosso con determinazione nel senso del pieno riconoscimento della possibilità di mutare la propria *trading venue* di riferimento, da un mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione.

Il maggior ostacolo per poter passare da un mercato regolamentato a un MTF è oggi rinvenibile nell'art. 133, TUF, che prevede il diritto di recesso in caso di esclusione dalle negoziazioni su un mercato regolamentato. Per ovviare a ciò l'art. 133, TUF andrebbe modificato come segue:

*«Le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato **o sistema multilaterale di negoziazione** italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento*

#### Articolo 12

Si richiede di valutare l'estensione della semplificazione relativa allo svolgimento delle assemblee unicamente tramite il rappresentante designato alle società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione. Inoltre, sarebbe preferibile introdurre un regime di *opt-out* statutario così da evitare i costi supplementari per modificare lo statuto sociale al fine di godere di tale facoltà.