



AMF ITALIA

ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI
MERCATI FINANZIARI

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione
e approfondimento

Anno IV Numero 7/2026

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione e approfondimento

Anno IV

Numero 7 – 2026

Direzione

Marco Ventoruzzo (direttore responsabile)*

Miriam Felici

Comitato scientifico

Marco Ventoruzzo (Coordinatore)

Andrea Pisaneschi - Andrea Sironi - Enzo Moavero Milanesi - Filippo Annunziata - Luca Rossi

Luisa Torchia - Paola Severino - Piergaetano Marchetti - Raffaele Lener

Comitato editoriale

Federico Riganti (Coordinatore)

Riccardo Canossa - Michele Corgatelli - Giulia Schneider - Francesco Petrocelli - Matilde Maria Troiani

E-mail redazione: rivista@amfitalia.org

Progetto grafico a cura di creative-farm.it

I Quaderni AMF Italia ospitano anche contributi di soggetti esterni cui è assicurata la massima autonomia nell'esprimere proprie idee e opinioni in una prospettiva pluralistica. Essi, pertanto, non devono intendersi necessariamente esprimere posizioni condivise dell'Associazione.

** "Iscritto nell'Elenco Speciale dei Direttori Responsabili di periodici o riviste a carattere tecnico, professionale o scientifico annesso all'Albo dei Giornalisti della Lombardia (delibera del 24 aprile 2024)".*

Indice

Novità regolamentari	7
<i>Stefano Vincenzi, Francesco Vella, Massimiliano Carnevali.</i> Listing Act 2024 e Linee Guida Consob.	9
<i>Nicoletta Alfano, Federico Antonio Inzaghi.</i> Revisione della disciplina dei gestori collettivi.	13
<i>Romeo Battigaglia, Andrea Tonon.</i> La nuova Società di Partenariato.	15
<i>Francesco Mocci, Jessica Facchini.</i> Gli impatti della Riforma del TUF per gli intermediari.	16
<i>Salvatore Providenti, Marco Romanelli, Rocco Santarelli, Davide Turco, Alice Messina.</i> Riforma del TUF: assemblee, assetti di governance e responsabilità del Collegio sindacale nel nuovo quadro normativo.	19
<i>Edoardo Cossu.</i> Emittenti di nuova quotazione e PMI nella riforma del TUF: prime note critiche.	28
<i>Daniele Minniti.</i> Decreto di Riforma del mercato dei capitali - OPA e acquisto totalitario.	32
<i>Giulia Agostini, Chiara Villani, Benedetta Testani.</i> Sedi di negoziazione, art. 100-bis e downlisting: le novità per il mercato di capitali apportate dalla riforma del TUF.	34



Novità regolamentari

Listing Act 2024 e Linee Guida Consob

di Stefano Vincenzi¹ in collaborazione con Francesco Vella² e Massimiliano Carnevali³

L'entrata in vigore del pacchetto di norme europee, definite nel loro insieme "*Listing act*"⁴ introduce nel mercato finanziario una serie di norme di primo livello, che, insieme all'avvenuta pubblicazione delle disposizioni di implementazione ESMA⁵, modificano, per quanto riguarda la presente nota, il Regolamento sugli abusi di mercato n. 596 del 2014 (il "MAR 2014" e in senso generale "MAR") e connesse norme e disposizioni nazionali vigenti negli Stati Membri. Le modifiche in questione rendono dunque necessaria anche una revisione delle Linee Guida Consob emanate nell'ottobre 2017 (le "Linee Guida Consob").

L'obiettivo della disciplina in materia di abusi di mercato era, e resta, quello di prevenire gli abusi di mercato, tutelando l'integrità del mercato stesso e la fiducia degli investitori. A questo scopo i vari legislatori hanno introdotto negli anni una serie di obblighi di comunicazione e registrazione piuttosto stringenti. Le citate nuove norme e disposizioni, senza voler intaccare le finalità e gli obiettivi di tutela del mercato e dei clienti previsti dal MAR 2014, tendono a ridurre l'onerosità degli obblighi imposti agli emittenti e ad accrescere l'attrattività dei mercati anche a quelli extra europei. Tuttavia, non si può non ricordare che uno degli obiettivi del pacchetto normativo del *Listing Act* è la **riduzione degli oneri amministrativi** per le società quotate.

Per comodità esplicativa è utile partire dalla definizione di "informazione privilegiata".

Il MAR 2014 come modificato dal *Listing Act* (il "MAR 2024"), pur mantenendo la stessa nozione di informazione privilegiata prevista dall'art. 7 del MAR 2014, ne amplia l'ambito di applicazione specifica catturando anche le informazioni che l'intermediario riceve da un cliente. Infatti il nuovo art. 7, pgf 1, lett. d), del MAR 2024 prevede che: "per informazione privilegiata si intende: [...] nel caso di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, [...] anche l'informazione trasmessa da un cliente e connessa agli ordini pendenti in strumenti finanziari del cliente [...]), *ma anche quelle provenienti da soggetti che agiscono per conto del cliente o conosciute in virtù di un rapporto di gestione di un conto proprietario o*

di un fondo gestito". Questa integrazione ha lo scopo di formalizzare il contrasto al fenomeno del c.d. *front running*, una pratica illegale che consiste nello sfruttamento di informazioni privilegiate da parte di operatori finanziari che, ricevuti dai propri clienti ordini potenzialmente idonei a influire sul prezzo di titoli quotati, utilizzano tali informazioni per effettuare, o far effettuare, operazioni sul mercato. L'integrazione può apparire pleonastica per gli emittenti, gli intermediari italiani e la Consob, in quanto codifica una regola già comunemente applicata, ma evidentemente il punto è stato oggetto di contrastanti interpretazioni in altri Stati Membri.

Utile ricordare che le nuove disposizioni di primo livello e in particolare il MAR 2024, in quanto norme di un regolamento europeo, sono direttamente applicate negli Stati Membri. Questa constatazione può essere di aiuto nella revisione delle Linee Guida Consob e in vista di una futura rielaborazione delle stesse si ritiene utile la segnalazione dei seguenti argomenti: (i) le tappe intermedie di un processo prolungato; (ii) la disciplina del ritardo; (iii) l'organizzazione delle liste insider; (iv) l'applicazione della MAR ai titoli di debito e agli emittenti di titoli di debito e (v) alcune riflessioni in tema di *buy-back* di strumenti finanziari propri.

I. Informazioni privilegiate relative a tappe intermedie di un processo prolungato.

Il MAR 2024 distingue nettamente tra:

- **informazione privilegiata rilevante ai fini insider** (artt. 7-8-18 MAR) — che sorge già in relazione alle singole tappe intermedie;
- **informazione privilegiata soggetta a obbligo di disclosure** ex art. 17.1 — ora espressamente limitata, nei processi prolungati, alla sola "circostanza o evento finale".

L'art. 7, pgf 3 del MAR 2014, qualificava come "informazioni privilegiate" anche le tappe intermedie di un processo prolungato e aveva stabilito che dovevano essere comunicate al pubblico. Il MAR 2024 ha abolito l'obbligo apodittico imposto agli emittenti di comu-

¹ Professore universitario e Vicepresidente presso AMF Italia

² Head of Legal Investment Banking & Capital Markets presso Mediobanca

³ Group Chief Compliance Officer presso Mediobanca

⁴ Il c.d. *Listing Act* è costituito principalmente da:

1. **Regolamento (UE) 2024/2809**, che modifica, tra gli altri:

- il Regolamento (UE) n. 596/2014;
- il Regolamento (UE) 2017/1129.

2. **Direttiva (UE) 2024/2810**, che modifica, tra le altre:

- la Direttiva 2014/65/UE;
- la Direttiva 2001/34/CE;
- la Direttiva (UE) 2022/2557, per gli aspetti connessi.

3. **Direttiva (UE) 2024/2811**, che introduce una disciplina armonizzata dei sistemi di voto plurimo per le PMI che intendono quotarsi sui mercati di crescita per le PMI (SME Growth Markets).

⁵ *Final Report on the draft implementing technical standards on the extension of the use of the alleviated format of insider lists* (25 ottobre 2025)

nicare al pubblico le informazioni privilegiate relative alle c.d. “*tappe intermedie di un processo prolungato*” che si svolge in più fasi⁶. In particolare, il MAR 2024, pur confermando l’obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate, è intervenuto sulla disciplina del “processo prolungato” prevedendo⁷ che “... *Tale obbligo di comunicazione... non si applica alle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato di cui all’articolo 7, paragrafi 2 e 3, se tali tappe sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione di particolari circostanze o di un particolare evento. In un processo prolungato, solo le circostanze o l’evento finali devono essere comunicati, il prima possibile dopo il loro verificarsi*”.

Il successivo art. 4 bis, introdotto in coordinamento con la nuova disciplina, stabilisce anche che la mancata comunicazione delle informazioni privilegiate nelle citate tappe intermedie non è soggetta agli obblighi di cui all’art.17, pgf 4 ovvero: valutazione dei presupposti del ritardo, notifica alle autorità, spiegazione scritta. Questo chiarimento ha, come vedremo, un effetto dirimente, nella disciplina delle “Liste” (cd. “RIL”, vedi *infra*) e in particolare in quella raccomandata dalle Linee Guida Consob.

In ogni caso l’emittente deve garantire la riservatezza delle informazioni privilegiate fino alla loro comunicazione: questo esplicito riferimento conferma la natura privilegiata delle informazioni delle tappe intermedie per cui è prevista la disapplicazione degli obblighi di comunicazione⁸. Quindi gli emittenti dovranno continuare a garantire la riservatezza delle informazioni relative alle fasi intermedie del processo prolungato fino alla comunicazione al pubblico di tali informazioni⁹. Qualora la riservatezza non sia più garantita, l’emittente deve comunicare le informazioni privilegiate al pubblico il prima possibile.

Le novità citate sono in vigore dal 30 giugno 2026.

II. Il ritardo

Il MAR 2024 ha introdotto alcune modifiche alla disciplina del ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate, indicando in modo più puntuale le condizioni in presenza delle quali l’emittente può avvalersi di tale istituto.

L’art. 17, pgf 4, del MAR 2014 consentiva agli emittenti di ritardare, sotto la propria responsabilità, la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate purché fossero soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

1. la comunicazione al pubblico probabilmente pregiudicherebbe i legittimi interessi dell’emittente,
2. il ritardo nella comunicazione non sarebbe fuorviante per il pub-

blico,

3. l’emittente è in grado di garantire la riservatezza dell’informazione.

Il MAR 2024 – recependo l’orientamento ESMA in materia¹⁰ – ha sostituito il generico riferimento all’assenza di un effetto fuorviante per il pubblico previsto al precedente punto 2), precisando, tra l’altro, che l’emittente può ritardare la comunicazione di informazioni privilegiate, ove queste non siano in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione dell’emittente in relazione alla stessa circostanza a cui si riferiscono le informazioni privilegiate.

Il nuovo testo è stato riformulato come segue:

«L’emittente può ritardare, sotto la sua responsabilità, la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, a condizione che siano soddisfatte tutte le condizioni seguenti:

- a. la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell’emittente...;
- b. le informazioni privilegiate di cui l’emittente intende ritardare la comunicazione non sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell’emittente... in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le informazioni privilegiate;
- c. l’emittente è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni.

L’emittente comunica il ritardo alla competente autorità di mercato e fornisce una spiegazione scritta su come sono state soddisfatte le condizioni previste per il ritardo, immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico; in alternativa gli Stati membri possono disporre che una registrazione di tale spiegazione debba essere presentata solo su richiesta dell’autorità competente”.

Qualora una voce si riferisca in modo esplicito a informazioni privilegiate la cui comunicazione sia stata ritardata o a informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato non comunicate in coerenza con le nuove disposizioni e tale voce sia sufficientemente accurata, questo indica che la riservatezza non è più garantita; pertanto, l’emittente deve comunicare il prima possibile al pubblico tali informazioni.

È stato recentemente adottato un atto delegato della Commissione europea con un elenco non esaustivo delle situazioni in cui le informazioni privilegiate di cui l’emittente intende ritardare la comunicazione sono considerate in contrasto con quelle comunicate in precedenza. L’efficacia e completezza di tale elenco andrà verificata sul campo.

⁶ Cfr. Considerando 16 e 17 e art. 7, pgf 2 e 3, del MAR. In particolare, il considerando 17 prevede che “Le informazioni relative a un evento o a una serie di circostanze che costituiscono una fase intermedia in un processo prolungato possono riguardare, ad esempio, lo stato delle negoziazioni contrattuali, le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute, la possibilità di collocare strumenti finanziari, le condizioni alle quali tali strumenti sono venduti, le condizioni provvisorie per la collocazione di strumenti finanziari, o la possibilità che uno strumento finanziario sia incluso in un indice principale o la cancellazione di uno strumento finanziario da un tale indice”.

⁷ MAR 2024 nuovo art. 17, pgf 1.

⁸ Art. 17, paragrafo 1, ultimo periodo, del MAR, come modificato dal Listing Act.

⁹ Art. 17, del MAR, come modificato dal Listing Act, che ha introdotto il nuovo paragrafo 1-bis.

¹⁰ Cfr. orientamento ESMA n. 2 al MAR (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966_mar_gls-delay_in_the_disclosure_of_insider_information_it.pdf) il quale precisa che il ritardo non sarebbe fuorviante anche nei casi in cui “gli obiettivi finanziari dell’emittente non saranno probabilmente raggiunti, anche quando tali obiettivi siano stati precedentemente annunciati in forma pubblica” e “le informazioni privilegiate di cui l’emittente intende ritardare la comunicazione sono in contrasto con le aspettative del mercato, laddove tali aspettative siano fondate su segnali precedentemente inviati dall’emittente al mercato”.

III. Semplificazione della disciplina dei registri insider

Il MAR 2024 ha introdotto, direttamente e indirettamente, modificando la disciplina delle tappe intermedie e del ritardo, anche rilevanti novità in materia di organizzazione e gestione dei registri contenenti gli elenchi delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate (c.d. registri insider).

Resta ora da esaminare la possibilità di eliminare le cd. “*Relevant Information List* (RIL)” in considerazione del nuovo contesto normativo generato dal *Listing Act*.

Riepilogando:

- **Prima del *Listing Act*:** L’ESMA definiva il contenuto standard dei registri insider, ma con formati fortemente differenziati e stringenti soprattutto per gli emittenti sui mercati regolamentati, mentre formati più flessibili (c.d. registri alleviati o “*alleviated format*”) erano riservati solo ai mercati di crescita per le PMI (SME Growth Markets).
- **Con la riforma del *Listing Act*:** Il nuovo pgf 9 dell’art. 18 del MAR 2024 ha incaricato l’ESMA di aggiornare tali standard tecnici per **estendere il formato semplificato (“*alleviated*”) dei registri insider a tutti gli emittenti**, indipendentemente dalla tipologia di mercato di quotazione, standardizzandone a livello europeo l’applicazione ed eliminando i sovraccarichi burocratici non strettamente necessari alla vigilanza.

In particolare, si deve prendere in considerazione il nuovo comma 4-bis dell’art. 17, che ha chiarito che la mancata comunicazione delle tappe intermedie non attiva gli obblighi di cui al comma 4 dell’art. 17 in questione, ovvero la valutazione dei presupposti del ritardo, la notifica all’autorità, la spiegazione scritta (si veda punto II *infra*). Questa disciplina ha un impatto importante sulle Linee Guida Consob e in particolare sulle RIL.

Perché la RIL nasceva. Nel regime previgente, ogni tappa di un processo prolungato poteva in astratto rilevare anche ai fini dell’art. 17. Gli emittenti erano quindi cauti nell’aprire registri insider fin dalle fasi iniziali di un’operazione, perché ciò poteva essere letto come riconoscimento implicito che l’informazione fosse già “privilegiata” anche ai fini della *disclosure* — con conseguente necessità di gestire (e documentare) una decisione di ritardo. L’incertezza su questa valutazione ha, tra l’altro, generato un flusso anomalo di segnalazione di ritardi gravoso per gli emittenti e non utile all’autorità.

La RIL aveva quindi lo scopo di colmare questa zona grigia: un elenco preparatorio e informale, da “trasformare” in registro insider solo quando l’informazione veniva riconosciuta come effettivamente privilegiata ai fini del mercato.

Le criticità pratiche della RIL. Questo meccanismo a doppio livello ha generato, nella prassi, ricorrenti incertezze proprio sul momento della trasformazione da RIL a registro insider: un giudizio spesso sfumato, che esponeva gli emittenti al rischio di iscrizioni tardive nel “vero” registro insider, oltre a un aggravio gestionale (due elenchi paralleli, riconciliazioni, duplicazione di adempimenti verso i soggetti coinvolti).

Proposta di eliminazione della RIL. Nel separare in modo netto il presupposto per il registro insider (artt. 8 e 18) da quello per la comunicazione (art. 17), il nuovo regime consente di aprire il registro insider fin dalle fasi iniziali di un processo prolungato — anche solo dalla firma di un *NDA* o dall’avvio di una *due diligence* — senza che ciò faccia scattare alcun obbligo di gestione del ritardo, perché tali obblighi restano ancorati esclusivamente alla tappa finale e alla comunicazione al pubblico.

Viene così meno la ragion d’essere del “cuscinetto” creato dalla RIL in quanto l’attivazione del registro insider non comporta più i costi procedurali che in passato ne sconsigliavano l’apertura anticipata.

Proposta per le Linee Guida. Si propone quindi di eliminare il riferimento alla RIL come strumento raccomandato. Il riferimento alle RIL può essere sostituito con l’indicazione di aprire tempestivamente il registro insider (eventualmente per singolo progetto/operazione, ex art. 18, comma 3) fin dalle fasi preliminari, chiarendo che questo non genera automaticamente i citati obblighi previsti dall’art. 17.

IV. L’applicazione della MAR ai titoli di debito e agli emittenti di titoli di debito

La discussione in merito all’applicazione della disciplina MAR anche a titoli *non equity* discende dalla formulazione generica della MAR 2014 che, all’art. 2, par. 1, ancora la definizione del perimetro non alla tipologia di titolo, bensì alla sede di negoziazione degli strumenti finanziari emessi. La nozione di “strumento finanziario” utilizzata dal Legislatore rimanda espressamente (art. 3, par. 1, punto 1) alla definizione fornita dalla MiFID¹¹ che include nella categoria (Allegato I, Sezione C della MiFID II) i cd. “valori mobiliari”¹² al cui interno rientrano, tra gli altri, sia le azioni sia le obbligazioni o altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito.

Superando la fredda analisi letterale, l’attenzione va quindi spostata sulla ratio della norma e sul “bene” che la disciplina intende tutelare. Se è vero, infatti, che una “informazione privilegiata” per essere tale necessita di quattro caratteristiche congiunte (i-carattere preciso, ii-non di dominio pubblico, iii-riguardi direttamente/indirettamente un emittente o i suoi strumenti finanziari, iv- sia idonea ad influenzarne il prezzo), il concetto in particolare di “*price sensi-*

¹¹ La MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) è la direttiva dell’Unione Europea che regola i mercati finanziari e i servizi di investimento (Direttiva 2014/65/UE - MiFID II che ha sostituito e abrogato formalmente la Direttiva 2004/39/CE - MiFID I).

¹² Definizione MiFID II art. 4, pgf 1, punto n.44): «valori mobiliari»: categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.

ve” cambia radicalmente tra azioni e titoli di debito:

- per i titoli azionari, quasi ogni evento societario (un cambio di governance, un nuovo piano industriale, un trend di utili...) può alterare i prezzi;
- per i titoli di debito, il prezzo dipende quasi esclusivamente dalla capacità di rimborso dell'emittente.

Pertanto, molte informazioni, che in astratto sarebbero idonee ad influenzare il prezzo delle azioni di una società quotata e quindi, stante le altre caratteristiche, considerate privilegiate, non avrebbero alcun impatto sui suoi titoli di debito. A maggior ragione se i titoli (negoziati su un mercato regolamentato o MTF) fossero emessi da un emittente non quotato, il novero delle informazioni che avrebbero la caratteristica di privilegiate, in quanto “price sensitive”, sarebbe davvero esiguo.

Nell'ottica di riduzione degli oneri amministrativi già avviata dal *Listing Act* e nel solco degli Orientamenti e Q&A ESMA sul punto specifico¹³, sarebbe quindi auspicabile che le previste nuove Linee Guida Consob contribuissero a razionalizzare meglio la disciplina in relazione ai titoli *non equity* che ad oggi resta grigia, mettendo in risalto le oggettive diversità (emittente quotato o non quotato, titoli a contenuto *equity* e *plain vanilla*, titoli *secured*, chirografari a rimborso garantito e non...), agevolando i *players* di mercato ad approntare procedure idonee nel rispetto della legge, ma maggiormente parametrize sull'effettiva operatività e in linea con la citata *ratio* della MAR 2024.

Poiché l'attuale disciplina europea direttamente applicabile non prevede obblighi *tailor made* per gli strumenti di debito, le Linee Guida Consob potrebbero appunto valorizzare le differenze sopra evidenziate precisando come taluni degli adempimenti ordinari possano essere adattati a questa specifica categoria di strumenti finanziari e semplificati in ragione del minor rischio per la tutela del mercato. Si pensi in particolare alla possibilità di istituire un registro insider semplificato (come già avviene per le PMI quotate sul *growth market*, si veda al riguardo quanto discusso *infra*), di standardizzare prassi di *market sounding* da seguire per le emissioni di debito, o di proporre una specifica procedura di *buy-back* per i titoli di debito in *safe harbour* sulla scorta di quella normativamente prevista per i titoli *equity* (si veda punto V *infra*), fino alla possibilità di individuare, emittenti di debito (non quotati), una esaustiva lista di eventi della vita societaria che possano essere qualificati come *price sensitive* (in quanto connessi alla capacità di rimborso del titolo) e le cui relative informazioni ricadano quindi nell'ambito di applicazione della disciplina.

L'obiettivo deve essere quello di offrire agli operatori linee guida “pratiche” che da un lato tutelino l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori nello spirito e nel rispetto della normativa *de qua*, ma che dall'altro, aiutino a superare una non utile applicazione generalizzata e a largo spettro delle regole sul *market abuse* anche ai titoli di debito. Infatti, ancora oggi, tali previsioni rappresentano un onere (non solo economico... se si pensa alle sanzioni amministrative e pe-

nali previste!) e un ostacolo gravoso che spesso scoraggia il ricorso a tali strumenti di mercato da parte, in particolare, di emittenti meno ricorrenti e strutturati.

V. Buy-back e titoli non equity

La nozione di “strumenti finanziari” rilevante ai fini del Regolamento MAR include, come anticipato, tutte le categorie di valori che possono essere negoziate nel mercato dei capitali, indicando a titolo esemplificativo, tra l'altro, le azioni di società, nonché le obbligazioni e le altre categorie di titoli di debito.

Nell'ambito della normativa di secondo livello è utile esaminare il Regolamento Delegato (UE) 2016/1052, che disciplina, tra l'altro, le condizioni applicabili ai programmi di riacquisto (*buy-back*) di azioni proprie (il “Regolamento *buy-back*”).

Il riferimento è ai soli titoli *equity* in applicazione dell'espressa previsione di cui all'art. 5 della MAR, ma una volta chiarito che i titoli di debito, al pari delle azioni, rientrano nella categoria dei valori mobiliari e, quindi, degli strumenti finanziari ai sensi della MiFID II, resta tuttavia necessario verificare se la disciplina specifica del programma di riacquisto prevista dal Regolamento *buy-back* possa estendersi anche a strumenti diversi dalle azioni proprie per beneficiare dell'esenzione dai divieti in materia di abusi di mercato.

Sul punto, assume rilievo il dato letterale del Regolamento, che fa riferimento ai “programmi di riacquisto” nei termini previsti dall'art. 5 del Regolamento MAR e ne disciplina le condizioni operative. L'esenzione ivi prevista, letta in modo funzionale alla *ratio* della norma e alle semplificazioni introdotte dal *Listing Act*, ha lo scopo di proteggere le operazioni legittime di mercato quando esse rispettino condizioni di trasparenza, finalità ammesse e limiti operativi idonei a prevenire abusi di mercato.

In tale prospettiva, l'estensione dell'esenzione anche ai programmi di riacquisto aventi ad oggetto titoli di debito appare coerente con la *ratio* della disciplina e con l'obiettivo, valorizzato anche dalle più recenti semplificazioni normative, di non assoggettare ai divieti in questione le operazioni che, per finalità, modalità esecutive e presidi di trasparenza, non presentino profili di abuso di mercato.

Una volta assicurata la trasparenza dell'operazione e la corretta formazione del prezzo, non sembrano emergere ragioni ostative al riconoscimento dell'esenzione anche per i titoli di debito e per tutti gli strumenti finanziari, come peraltro in linea generale espressamente previsto anche dal Considerando 11 della stessa MAR¹⁴ - sebbene poi il relativo principio non sia espresso in uno specifico articolo -, specie ove l'operazione sia condotta in conformità a condizioni operative analoghe a quelle previste per i *buy-back* azionari. In tale prospettiva, appare ragionevole e coerente con l'evoluzione normativa ritenere che Consob possa esplicitare, nelle proprie Linee Guida, le condizioni alle quali i programmi di riacquisto aventi ad oggetto titoli di debito possano beneficiare dell'esenzione dai divieti previsti dalla MAR.

¹³ Final Report on MAR GLs on delayed disclosure (ESMA70-156-4966) del gennaio 2022; l'ESMA ha aperto una nuova Consultation on MAR Guidelines per snellire ulteriormente queste procedure a seguito delle novità del Listing Act.

¹⁴ Considerando 11 del MAR: “La negoziazione di valori mobiliari o strumenti collegati al fine della stabilizzazione di valori mobiliari o la negoziazione di strumenti finanziari propri in programmi di riacquisto (*buy-back*) possono essere giustificate per ragioni economiche e dovrebbero quindi, in talune circostanze, essere esonerate dai divieti nei confronti degli abusi di mercato, a condizione che le attività siano svolte con la necessaria trasparenza, comunicando le informazioni pertinenti riguardo alla stabilizzazione o al programma di riacquisto.”

Revisione della disciplina dei gestori collettivi

di Nicoletta Alfano¹ e Federico Antonio Inzaghi²

In data 29 aprile 2026 è entrato in vigore il decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47, che ha recepito in via definitiva la riforma del TUF in materia di mercati dei capitali. Il presente contributo intende esaminare le modifiche apportate dal decreto finale rispetto allo schema sottoposto alle Commissioni parlamentari, con particolare attenzione ai profili che investono la disciplina della gestione collettiva del risparmio – la cui applicazione è differita a partire dal nono mese successivo all'entrata in vigore del decreto – soffermandosi su talune innovazioni che, pur circoscritte, risultano significative sul piano sistematico e operativo.

Si premette che, dal punto di vista sostanziale, il decreto legislativo n. 47/2026 non si discosta in misura radicale dall'impianto dello schema di decreto, confermandone la struttura portante e le scelte di fondo in materia di gestori collettivi: il regime duale tra gestori autorizzati e GEFIA sottosoglia registrati, l'introduzione della società di partenariato, la riorganizzazione delle tipologie di OICR e il consolidamento in norma primaria di disposizioni precedentemente contenute in fonti secondarie restano i pilastri della riforma. Non-dimeno, il passaggio parlamentare e l'elaborazione finale del testo hanno condotto all'introduzione di talune previsioni aggiuntive e alla riformulazione di specifiche disposizioni che meritano di essere segnalate e commentate, in quanto rispondono a esigenze di completamento del quadro normativo, di maggior coerenza con le fonti europee e di rafforzamento dei presidi di vigilanza.

Una prima innovazione di rilievo riguarda le modifiche apportate al comma 7 dell'art. 35-novies.1 TUF. In particolare, il decreto finale ha esteso il rinvio, aggiungendo il richiamo all'art. 35-quater, comma 5-bis. Tale integrazione rileva in quanto consente a ciascun comparto di società di partenariato in gestione interna autorizzata di distribuire proventi anche in assenza di utili complessivi della società, previa asseverazione da parte del soggetto incaricato della revisione contabile e a condizione che sia assicurata la gestione sana e prudente della società. Tale meccanismo consente di valorizzare l'autonomia patrimoniale dei singoli comparti, permettendo la distribuzione dei proventi generati da ciascun comparto indipendentemente dalla situazione economica complessiva della società e senza che le perdite di un comparto incidano sulla possibilità di distribuzione dei proventi degli altri. La disposizione era inizialmente prevista dallo schema di decreto soltanto per le SICAV in gestione interna autorizzate e per le SICAV e SICAF in gestione esterna.

Sempre in tema di società di partenariato, il decreto finale interviene anche sul comma 8 dell'art. 35-novies.1 e sull'art. 35-novies.2 TUF, integrandoli per rispondere anche qui a esigenze di allineamento della disciplina delle società di partenariato in gestione inter-

na autorizzate a quella prevista già nello schema di decreto per gli altri gestori autorizzati. Nello specifico, tali nuove disposizioni mirano, rispettivamente: da un lato, a richiedere che anche tali società comunichino preventivamente alla Banca d'Italia e alla Consob qualsiasi modifica sostanziale delle condizioni per il rilascio dell'autorizzazione, in particolare qualsiasi cambiamento significativo relativo alle informazioni fornite a corredo della domanda di autorizzazione, prima che la modifica sia attuata, in questo modo, consentendo alle autorità di vigilanza di monitorare in via continuativa l'evoluzione delle condizioni sulla cui base l'autorizzazione è stata rilasciata, anche in linea con quanto previsto dall'art. 10 della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD). Dall'altro lato, a prevedere che la Banca d'Italia comunichi alla Consob non soltanto le iscrizioni, ma anche le cancellazioni dall'albo delle società di partenariato in gestione interna autorizzate, nonché che la Consob informi l'AESFEM delle autorizzazioni rilasciate o ritirate e di qualsiasi modifica dell'elenco delle società di partenariato autorizzate. Si tratta di una modifica che, pur apparendo di natura prevalentemente procedurale, risulta di rilievo nell'ottica della cooperazione tra autorità nazionali ed europee e della piena integrazione del mercato italiano nel sistema di vigilanza dell'Unione.

Un'innovazione di significativo rilievo pratico si rinviene quindi nell'art. 35-quaterdecies TUF, che disciplina la registrazione dei GEFIA sottosoglia. Lo schema di decreto, alla lettera i), prevedeva che il patrimonio dei FIA gestiti dalle SGR sottosoglia registrate e delle SICAF sottosoglia registrate fosse investito in attività diverse da crediti, precludendo altresì l'assunzione del ruolo di cedenti, prestatori originari o società veicolo di operazioni di cartolarizzazione. Il decreto finale ha introdotto un'eccezione a tale divieto, escludendo dal perimetro della preclusione i prestiti di azionista di cui all'art. 46-bis, comma 01, lettera c) TUF derivanti dall'AIFMD II (trattasi dei finanziamenti concessi a un'impresa nella quale il FIA detenga almeno il 5% del capitale o dei diritti di voto e che non possano essere venduti indipendentemente dagli strumenti di capitale detenuti nella stessa impresa). Si tratta di una modifica tutt'altro che marginale, che risponde a un'esigenza concreta e diffusa nella prassi del private equity e del venture capital: i prestiti di azionista costituiscono, infatti, uno strumento ordinariamente utilizzato dai fondi di investimento alternativi mobiliari per finanziare le società partecipate, in aggiunta o in sostituzione dell'apporto di capitale di rischio, e la loro inclusione nel novero delle attività consentite ai suddetti GEFIA sottosoglia registrati elimina un ostacolo operativo che avrebbe potuto limitare significativamente l'operatività di tali gestori. La modifica appare dunque coerente con la ratio complessiva della riforma, ovvero di favorire la canalizzazione degli investimenti verso l'economia reale attraverso veicoli agili e proporzionati, senza imporre vincoli eccessivi che ne comprometterebbero la funzionalità.

¹ Avvocato, Partner presso DLA Piper

² Avvocato, Senior Lawyer presso DLA Piper

In materia di gestione delle crisi, il decreto finale interviene sull'art. 57-ter TUF con significative integrazioni ai commi 5 e 6. Lo schema di decreto già prevedeva, al comma 5, che la SGR autorizzata o il gestore esterno, per conto del fondo comune di investimento o del comparto, ovvero la SICAV, la SICAF e la società di partenariato in gestione interna autorizzate, potessero accedere alla composizione negoziata e agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza previsti dal decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza). Il decreto finale aggiunge a tale comma un periodo ulteriore, ai sensi del quale il tribunale competente è tenuto a comunicare tempestivamente alla Banca d'Italia i ricorsi per la concessione di misure cautelari o protettive ovvero per l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, nonché i provvedimenti assunti. Si tratta di un'innovazione di notevole importanza nel quadro della vigilanza prudenziale: l'obbligo di comunicazione tempestiva da parte dell'autorità giudiziaria alla Banca d'Italia assicura che l'autorità di vigilanza sia prontamente informata di situazioni di crisi che coinvolgano patrimoni gestiti nell'ambito del risparmio collettivo, consentendole di attivare, se del caso, i propri poteri e strumenti di intervento. La norma colma una lacuna che, nello schema di decreto, avrebbe potuto determinare un deficit informativo dell'autorità di vigilanza in una fase critica e potenzialmente sistemica.

Analoga ratio presiede alla modifica del comma 6, che disciplina l'accesso degli OICR societari in gestione esterna agli strumenti di regolazione della crisi. Il decreto finale aggiunge il rinvio al comma 5, secondo e terzo periodo, con l'effetto di estendere anche a tali veicoli l'obbligo del tribunale di comunicare tempestivamente alla Banca d'Italia i ricorsi e i provvedimenti adottati. La scelta del legislatore di uniformare il regime informativo tra le varie tipologie di FIA risulta coerente con il principio di parità di trattamento e con l'esigenza di assicurare alla Banca d'Italia una visione completa e tempestiva delle situazioni di crisi che interessino il comparto del risparmio gestito, indipendentemente dalla forma giuridica del veicolo coinvolto.

Infine, un'innovazione significativa sul piano dell'effettività del quadro normativo si rinviene nell'art. 190 TUF, dedicato alla disciplina sanzionatoria. Lo schema di decreto interveniva già sulla disposizione, allargando il perimetro sanzionatorio, e prevedendo un nuovo comma volto a escludere l'applicazione ai GEFIA sottosoglia registrati delle sanzioni previste per i gestori autorizzati. Il decreto finale amplia ulteriormente l'ambito di applicazione delle sanzioni,

con una serie di integrazioni che riflettono la necessità di adeguare l'apparato repressivo alla nuova architettura normativa introdotta dalla riforma. In particolare, vengono ricompresi nel novero delle condotte sanzionabili, *inter alia*, le violazioni delle nuove disposizioni in materia di OICR multi-comparto (Artt. 35-bis, commi 5-bis, 6, 6-bis e 6-ter; 35-novies.1, commi 7 e 8; 38, comma 3; e 38-bis, comma 5), nonché l'intera serie delle disposizioni in materia di criteri generali degli OICR trasposte dal D.M. n. 30 del 5 marzo 2015 (Artt. da 39-bis a 39-undecies). Nel complesso, l'ampliamento del perimetro sanzionatorio operato dal decreto finale risponde a una precisa logica di completezza e deterrenza: sarebbe stato invero contraddittorio introdurre nuovi obblighi e nuove regole di condotta senza presidiarli con un adeguato apparato repressivo, e il legislatore delegato ha giustamente colmato le lacune che lo schema di decreto presentava sotto questo profilo.

In sede di considerazioni conclusive, può osservarsi che le modifiche apportate dal decreto legislativo n. 47/2026 rispetto allo schema di decreto, pur non stravolgendo l'impianto complessivo della riforma, ne completano e rafforzano la coerenza interna. Si attende ora l'adozione da parte della Banca d'Italia della normativa secondaria che disciplini il dettaglio della riforma, così da completare il quadro normativo. A tal riguardo, l'art. 11, comma 3, del decreto stabilisce che le disposizioni attuative della Parte II, Titoli II e III, del TUF (relative alla gestione collettiva del risparmio) siano emanate dalla Banca d'Italia e dalla Consob entro nove mesi dall'entrata in vigore del decreto stesso, ossia entro il 29 gennaio 2027. In tal senso, la Banca d'Italia ha già avviato una consultazione pubblica in data 27 maggio 2026, avente ad oggetto le proposte di modifica al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio e al Regolamento di attuazione degli articoli 4-undecies e 6 del TUF, nonché alle Disposizioni in materia di trasparenza e di risoluzione stragiudiziale delle controversie. Merita inoltre segnalare che, per il nuovo regime semplificato applicabile ai GEFIA sottosoglia registrati, l'art. 11, comma 4, lett. b), del decreto consente l'applicazione anticipata della relativa disciplina, qualora le suddette disposizioni attuative siano emanate dalla Banca d'Italia prima della scadenza del termine di nove mesi, in coerenza con gli obiettivi di semplificazione normativa perseguiti. La riforma del TUF in materia di mercati dei capitali si configura pertanto come un processo normativo ancora in corso di completamento, che richiederà un costante monitoraggio da parte degli operatori e dei loro consulenti.

La nuova Società di Partenariato

di Romeo Battigaglia¹ e Andrea Tonon²

Il testo riformato del TUF interviene su molteplici aspetti inerenti la gestione collettiva del risparmio. Tra questi riveste un particolare carattere di novità l'introduzione della "società di partenariato" (SdP), nella doppia veste autogestita ed eterogestita (o, più precisamente, "in gestione interna" ed "in gestione esterna").

La SdP deve essere costituita nella forma della società in accomandita per azioni, e la finalità del legislatore è chiaramente l'introduzione nel mercato italiano di una soluzione analoga alle *limited partnership* adottate nelle giurisdizioni di altri Paesi (tra cui il mondo anglosassone ed il Lussemburgo) nel tentativo di avvicinare il nostro Paese alle esperienze internazionali e di ampliare, come indicato nella relazione illustrativa, il ventaglio delle opportunità esistenti per attrarre capitali nel mercato del private capital.

La SdP, infatti, deve avere come oggetto esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital, definite come *"l'attività che consiste nell'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, attraverso strumenti di capitale, di debito, o altre forme similari, incluso l'investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione"*, e l'accento sulla raccolta di nuovi capitali è ulteriormente rafforzato dal divieto di conferimenti in natura. Va altresì sottolineato che la SdP può essere sottoscritta unicamente dagli investitori professionali e dalle altre categorie ammesse all'investimento in fondi riservati.

Dal punto di vista della strutturazione, dell'autorizzazione e del funzionamento, fatte salve le ovvie differenze date dalla diversa forma sociale, la SdP è affine alla SICAF, ivi inclusa la possibilità di istituire più comparti segregati gli uni dagli altri.

La SdP può assumere diverse forme: (i) SdP in gestione interna autorizzata (qualora la dimensione della stessa superi la soglia dei 500 milioni di euro, o dei 100 milioni di euro in presenza di leva), che è al contempo OICR e gestore del proprio patrimonio; (ii) SdP in gestione interna registrata (qualora la dimensione della stessa

sia inferiore alla soglia dei 500 milioni di euro, o dei 100 milioni di euro in presenza di leva), anch'essa al contempo OICR e gestore; (iii) SdP in gestione esterna, che è semplicemente un OICR e deve essere gestito da un gestore esterno autorizzato.

Il procedimento autorizzativo delle SdP in gestione interna avanti alla Banca d'Italia ed i requisiti per accedervi sono più snelli nel caso di registrazione rispetto al caso dell'autorizzazione, sulla scorta di quanto introdotto anche per le SGR. Non è previsto un procedimento autorizzativo per le SdP in gestione esterna, in linea con quanto già previsto per le SICAF riservate.

La normativa primaria emessa ha sostanzialmente confermato quanto anticipato nello schema legislativo analizzato a novembre 2025, fatti salvi minimi aggiustamenti di coordinamento. Per quanto concerne la normativa secondaria di competenza della Banca d'Italia, essa non è stata inclusa nei documenti posti in consultazione il 27 maggio 2026 ed è stato anzi precisato che saranno oggetto di intervento in un secondo momento. Premesso quindi che le valutazioni definitive potrebbero essere influenzate dal tenore di tale normativa secondaria, si può notare come al momento lo strumento della SdP in forma di società di accomandita per azioni si discosti parzialmente dagli schemi utilizzati a livello internazionale, dove la classica struttura GP-LP (*general partner/ accomandatario – limited partner/ accomandante*) viene attuata in forme più simili alla nostra società in accomandita semplice, con una certa efficacia anche nell'attrarre investitori stranieri che tipicamente esprimono una preferenza per strutture giuridiche flessibili dal punto di vista della trasparenza fiscale (quale è, ad esempio, il fondo di investimento contrattuale). Un esempio in tal senso può essere tratto dall'esperienza lussemburghese, dove si è passati, come modello di *limited partnership*, dall'utilizzo della società in accomandita per azioni (SCA), introdotta nella prima fase di avvio del mercato, alle società in accomandita semplice (SCSp), prive di personalità giuridica, che negli ultimi anni si stanno progressivamente affermando come schema prevalente.

¹ Partner presso Simmons & Simmons LLP

² Head of alternative funds – Italy presso Simmons & Simmons LLP

Gli impatti della riforma del TUF per gli intermediari

di Francesco Mocci¹ e Jessica Facchini²

1. La promozione dell'educazione finanziaria

Tra le modifiche apportate al TUF dal decreto di attuazione della Legge Capitali (d. lgs. 47/2026), sono stati confermati diversi interventi – già previsti dallo schema di decreto – volti a incidere sulle competenze delle Autorità di Vigilanza, sia per orientare l'attività di vigilanza regolamentare verso nuove finalità, sia per rafforzare il dialogo con gli operatori, sia, ancora, per procedere a una riorganizzazione e razionalizzazione degli ambiti di intervento di Banca d'Italia e Consob.

In particolare, nel decreto viene confermata, tra le finalità della vigilanza, la promozione dell'educazione finanziaria come strumento di tutela degli investitori (cfr. art. 5, comma 1, lett. b del TUF come modificato dall'art. 2, comma 1, lett. a, n. 1, dello schema di decreto).

La protezione degli investitori, quindi, non verrà più assicurata soltanto dal controllo sull'operato dei soggetti vigilati, ma anche dall'alfabetizzazione finanziaria dei beneficiari della tutela. Infatti, una maggiore consapevolezza verso le caratteristiche dei mercati finanziari e dei prodotti ivi circolanti ridurrebbe il rischio di investimenti non desiderati e, in ultima analisi, di contestazioni nei confronti di emittenti e intermediari.

La modifica del TUF, come dichiarato nella relazione illustrativa allo schema di decreto, mira a rafforzare ulteriormente le disposizioni in materia di educazione finanziaria già introdotte con l'articolo 25 della l. 5 marzo 2024, n. 21, attribuendo un ruolo determinante a Banca d'Italia, Consob e, loro tramite, agli intermediari attivi sul mercato nazionale. Non appare tuttavia chiaro come gli intermediari possano partecipare attivamente al processo, né è stata fornita allo stato alcuna ulteriore indicazione sul punto.

La modifica si pone in continuità con alcune iniziative già avviate dalle Autorità di vigilanza negli ultimi anni: la relazione menziona espressamente gli eventi divulgativi e culturali promossi durante il mese dell'educazione del risparmio e della giornata mondiale del risparmio. Ancora, si sottolinea la predisposizione di portali internet dedicati all'educazione finanziaria, accessibili dai cittadini.

Anche nei recenti piani strategici elaborati da Banca d'Italia e Consob, la tutela dei clienti tramite la loro alfabetizzazione finanziaria rappresenta una delle direttrici di intervento delle Autorità per gli anni a venire.

Inoltre, è bene ricordare che il tema dell'educazione finanziaria

rappresenta uno dei pilastri della *Savings and Investments Union* (c.d. SIU) lanciata dalla Commissione Europea il 19 marzo 2025. In particolare, l'alfabetizzazione dei risparmiatori è ritenuto un fattore essenziale al fine di incoraggiare la partecipazione dei cittadini ai mercati dei capitali.

Lo scorso 30 settembre, dopo aver rilevato che i livelli di alfabetizzazione finanziaria sono ancora bassi nell'Unione, la Commissione ha presentato una strategia *ad hoc* che ha come obiettivo quello di migliorare, dotandoli di una maggiore sicurezza nelle decisioni finanziarie, il benessere dei cittadini, la loro sicurezza economica e la loro indipendenza.

Da ultimo, in un'ottica di migliorare il dialogo con il mercato, la riforma dispone che la Banca d'Italia e la Consob realizzino archivi informatici, agevolmente accessibili al pubblico, contenenti la regolamentazione e gli orientamenti di vigilanza, con appositi link alle fonti normative e agli orientamenti dell'Unione europea.

2. La razionalizzazione delle competenze tra Banca d'Italia e Consob e le semplificazioni procedurali

Tra i criteri direttivi indicati dalla legge delega, riveste particolare rilievo (art. 19, comma 2, lett. g) la necessità di contemporaneo del livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare efficacia, efficienza e rilevanza dei controlli.

Nell'ambito della riforma, l'obiettivo è stato realizzato con diverse previsioni, volte da un lato a un più ordinato riparto delle competenze di vigilanza tra le Autorità e dall'altro lato alla semplificazione dei procedimenti amministrativi.

Sotto il primo profilo, le modifiche mirano a rendere più rigoroso il rispetto delle competenze stabilite dal TUF che, come noto, attengono, con riguardo alla Banca d'Italia, al contenimento del rischio, alla stabilità patrimoniale e alla sana e prudente gestione degli intermediari, mentre, per quanto riguarda la Consob, alla trasparenza e correttezza dei comportamenti: ad oggi, infatti, si ravvisano duplicazioni e sovrapposizioni anche in materie in cui la vigilanza dovrebbe essere esclusiva di una o dell'altra Autorità.

Si segnalano, tra le novità più significative:

- l'attribuzione esclusiva alla sola Banca d'Italia (e non anche alla Consob come nella disciplina previgente) dei poteri esercitabili in materia di requisiti di idoneità dei partecipanti al capitale e degli esponenti aziendali dei soggetti abilitati;

¹ Avvocato, Partner presso ADVANT Nctm

² Avvocato, Associate presso ADVANT Nctm

- l'eliminazione del coinvolgimento della Consob nel processo autorizzativo delle operazioni di fusione e scissione di SGR;
- la soppressione dell'obbligo di raccogliere il parere della Banca d'Italia sulla commercializzazione di OICVM in altri Stati membri UE;
- l'abolizione del parere preventivo di Banca d'Italia nei casi di libera prestazione di servizi e attività di investimento in Italia nei confronti di controparti qualificate o soggetti professionali svolta da parte di imprese di paesi terzi diverse dalle banche;
- il trasferimento dalla Consob alla Banca d'Italia della competenza in merito alle comunicazioni e autorizzazioni concernenti l'operatività all'estero delle Sim italiane, con l'unica eccezione della prestazione all'estero di attività non ammesse al mutuo riconoscimento, per la quale è mantenuto il rilascio di un parere da parte della Consob;
- la soppressione del parere della Consob in merito all'approvazione del regolamento diretto a disciplinare i criteri generali di redazione ed il contenuto minimo del regolamento dei FIA non riservati;
- la soppressione del parere della Banca d'Italia con riferimento alla regolamentazione relativa alla commercializzazione in Italia di quote o azioni di FIA non riservati.

Sempre in tema di ripensamento delle sfere di competenza assegnate alle varie Autorità, la riforma si preoccupa di assicurare il rispetto dei principi stabiliti dal *Single Supervisory Mechanism*, in relazione ai quali il Testo Unico non era perfettamente allineato.

In particolare, è stato modificato l'art. 19, commi 4 e 4 *bis* del TUF, per attribuire alla Banca Centrale Europea, e non più alla Banca d'Italia, il compito di autorizzare e revocare l'esercizio dei servizi e attività d'investimento da parte delle banche italiane.

Sotto il profilo della semplificazione dei procedimenti autorizzativi (in parte assicurato dalla rimozione dei vari pareri preventivi richiesti dalla normativa oggi vigente), il decreto legislativo demanda a Banca d'Italia e Consob il compito di individuare le ipotesi di semplificazione per contenere gli oneri in capo ai soggetti vigilati e le fattispecie e i criteri per l'applicazione di termini abbreviati (cfr. nuovo comma 3 *quater* dell'art. 3 del TUF).

Occorrerà quindi attendere, se del caso, l'esercizio della delega da parte delle due Autorità. Al riguardo, la Consob, nel suo piano strategico, ha già preannunciato il proprio impegno alla rimozione degli oneri procedurali superflui e dei casi di *gold plating* che rendono la regolamentazione italiana troppo rigida (con conseguente perdita di attrattività del nostro Paese) rispetto al contesto europeo.

3. Il modello di *cooperative compliance*

Il decreto legislativo ha confermato l'introduzione, al nuovo art. 3 *bis* del TUF, di un modello di collaborazione tra le Autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Consob) e i soggetti vigilati, che si traduce nella discussione preventiva di fattispecie che possono configurare violazioni della normativa di riferimento.

La concreta attuazione del nuovo istituto è demandata a un regolamento che dovrebbe essere adottato, secondo le rispettive competenze, da Consob e Banca d'Italia. Tuttavia, si individuano alcune linee guida che indirizzeranno la discrezionalità tecnica delle due Autorità, che dovranno, nella normativa di secondo livello:

- stabilire i criteri e le modalità di presentazione delle richieste da parte dei soggetti interessati, che dovranno essere evase in tempi adeguati;
- individuare i casi in cui i quesiti formulati e le relative risposte possano essere pubblicate, con il consenso dei soggetti interessati, perché ritenuti di interesse pubblico;
- prevedere con che modalità e in che termini Consob e Banca d'Italia possano riscontrare le richieste presentate dai soggetti interessati non nell'ambito di una interlocuzione bilaterale, ma pubblicando orientamenti interpretativi di carattere generale. Questo punto desta qualche perplessità, perché il possibile sbocco pubblico delle richieste potrebbe disincentivare i soggetti vigilati dal discutere progetti od operazioni riservate e innovative o che presentino segreti industriali.

La novità codifica un cambiamento nell'approccio tra soggetti regolatori e soggetti vigilati che, per la verità, era già in atto da tempo nelle prassi delle Autorità di vigilanza, improntato alla discussione preventiva di situazioni dubbie, particolarmente frequenti in un settore iper-regolamentato e tecnico. Si possono citare la "policy di trattazione dei quesiti" della Consob e le indicazioni di Banca d'Italia sulla "gestione dei quesiti normativi", reperibili sui rispettivi siti web istituzionali.

Quella che però era una concessione dell'Autorità diventa oggi un vero e proprio dovere: Banca d'Italia e Consob saranno tenute a prendere in considerazione i quesiti e fornire delle risposte, nei tempi (si spera, contenuti) che presumibilmente verranno individuati nel regolamento attuativo.

Si sposta quindi l'accento da una reazione "*ex post*", volta alla repressione delle condotte illecite a seguito di ispezioni e reprimende, a una valutazione "*ex ante*", che dovrebbe auspicabilmente prevenire comportamenti non corretti.

Il nuovo modello, noto come "*cooperative compliance*", somiglia all'istituto dell'interpello già noto e ormai affermato in ambito fiscale.

La novità deve senz'altro accogliersi con favore, anche se occorrerà attendere la stesura del regolamento da parte di Banca d'Italia e Consob per comprendere appieno le implicazioni del modello.

Il paradigma della *cooperative compliance*, già diffusa a livello internazionale, aumenterebbe infatti la certezza del diritto, riducendo se non eliminando il rischio di porre in essere comportamenti sgraditi alle Autorità di vigilanza che potrebbero essere passibili di sanzioni.

Sempre sotto questo profilo, i soggetti vigilati beneficerebbero della possibilità di discutere con i regolatori della conformità alla

normativa di riferimento di possibili operazioni e dell'ideazione e distribuzione di prodotti innovativi, seguendo un iter regolamentato. Come già anticipato, già oggi è pratica diffusa la discussione preventiva con le Autorità di vigilanza di aspetti controversi o di operazioni e progetti, ma il tutto avviene senza una procedura formalizzata e certa.

Ne uscirebbe certamente rafforzata la fiducia del mercato sull'efficienza dei controlli e della vigilanza da parte dei soggetti a ciò deputati, con una probabile riduzione di progetti e operazioni sospesi o bloccati per rischi di non conformità e una diminuzione dei procedimenti sanzionatori.

4. I nuovi clienti professionali di diritto

La Legge Capitali, modificando l'art. 6, comma 2 *quater*, del TUF, aveva introdotto tra le controparti qualificate gli enti previdenziali privatizzati, ossia le casse di previdenza istituite nel tempo per gestire i servizi pensionistici e assistenziali di diverse categorie di professionisti.

Si trattava di una modifica opportuna, in quanto le casse di previdenza sono a tutti gli effetti soggetti istituzionalmente dediti all'investimento, assimilabili a fondi comuni di investimento, fondi pensione e compagnie assicurative. Oltretutto, sono soggette a vigilanza pubblica con riguardo alla gestione delle risorse affidate per il perseguimento delle loro finalità loro proprie, a beneficio degli iscritti.

L'inserimento di tali soggetti tra le controparti qualificate ha consentito loro di disporre operazioni di investimento senza sottostare alle lungaggini degli ordinari procedimenti di investimento, che comportano la raccolta e la condivisione di informazioni, la prestazione di consensi, la valutazione della coerenza tra le operazioni desiderate e il profilo dell'investitore.

Come noto, tuttavia, la categoria delle controparti qualificate assume rilievo esclusivamente nella prestazione dei servizi di investimento esecutivi, ossia l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, la ricezione e trasmissione di ordini e la negoziazione per conto proprio.

Non copre, invece, gli ulteriori servizi come il collocamento, la consulenza in materia di investimenti e la gestione di portafogli.

Ne derivava che, nella prestazione di tali ultimi tre servizi, le casse di previdenza erano da considerarsi clienti *retail*, salva la possibilità di chiedere e ottenere, all'esito di un laborioso procedimento e soddisfacendo i criteri previsti dalla normativa di riferimento, l'*upgrade* a cliente professionale su richiesta.

La normativa presentava quindi un evidente disallineamento: le casse di previdenza erano qualificate controparti qualificate (la categoria di cliente più elevata prevista dalla MiFID 2) per alcuni servizi di investimento e clienti al dettaglio (la categoria più bassa e meno evoluta) per gli altri.

Il tutto con conseguenze di non poco momento. Infatti, l'inquadramento tra i clienti *retail* impediva, o rendeva più arduo e lento, l'accesso delle casse di previdenza, in sede di collocamento, a prodotti complessi e sofisticati, riservati ai clienti professionali. Il problema si è peraltro acuito a seguito dell'introduzione per produttori e distributori, con la direttiva MiFID 2, dei meccanismi di *product governance*, che idealmente impediscono l'afflusso alla clientela al dettaglio di prodotti concepiti per le fasce più alte.

Per ovviare a queste problematiche, il disegno di legge di riforma del TUF ha proposto di modificare l'art. 1, comma 1, lett. m *undecies* del Testo Unico, introducendo tra i clienti professionali di diritto (che non abbisognano quindi di alcun procedimento di *upgrade*) gli enti previdenziali privatizzati.

La proposta di modifica è stata confermata dal decreto n. 47/2026, con una novità rispetto al progetto iniziale: è stata contestualmente prevista l'esclusione degli stessi enti dalla definizione di controparti qualificate (con l'eliminazione dunque della modifica precedentemente apportata in tal senso dalla Legge Capitali).

Il risultato è che gli enti previdenziali privatizzati assumeranno adesso lo *status* uniforme di clienti professionali di diritto in relazione alla prestazione di tutti i servizi di investimento.

Anche in questo caso, l'intervento legislativo merita una valutazione favorevole, perché semplificherà l'operatività sia delle casse di previdenza (aumentando anche il catalogo dei prodotti in cui investire), sia degli intermediari finanziari, che eviteranno dubbi di classificazione e di valutazione dei criteri necessari per il passaggio da cliente al dettaglio a cliente professionale su richiesta e, in ultima analisi, beneficeranno di rilevanti snellimenti operativi.

Riforma del TUF: assemblee, assetti di governance e responsabilità del Collegio sindacale nel nuovo quadro normativo

di Salvatore Providenti¹, Marco Romanelli², Rocco Santarelli³, Davide Turco⁴ e Alice Messina⁵

Premessa

Con il d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47 (nel seguito, il “Decreto”), emanato in attuazione della delega conferita al Governo dall’articolo 19 della legge 5 marzo 2024 n. 21 (c.d. Legge Capitali), come successivamente aggiornata dalla legge 11 marzo 2025 n. 28, pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* n. 86 del 14 aprile 2026 ed entrato in vigore il 29 aprile 2026, sono state introdotte modifiche organiche alla disciplina dei mercati dei capitali contenuta nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”) nonché talune disposizioni in materia di società di capitali del Codice civile.

Il presente contributo concentrerà l’attenzione su tre degli innumerevoli aspetti che il Decreto si pone l’obiettivo di riformare e, segnatamente: (i) modifiche alla disciplina degli emittenti, con particolare riferimento alla regolamentazione delle assemblee; (ii) assetti di *governance* e modifiche al Codice civile; (iii) nuovo regime di responsabilità del collegio sindacale.

In proposito, occorre peraltro considerare che su numerosi aspetti la riforma delega alla Consob l’emanazione di disposizioni attuative; pertanto, il quadro normativo deve ritenersi, allo stato, suscettibile di ulteriori (significativi) sviluppi⁶.

1. Relazioni pre-assembleari, modalità di svolgimento dell’assemblea e diritti dei soci

L’articolo 6 del Decreto reca talune modifiche al Titolo III (Emittenti) della Parte IV (Disciplina degli emittenti) del TUF, innovando in particolar modo la disciplina dell’assemblea e degli adempimenti pre-assembleari, in attuazione di quanto previsto dall’art. 19 della Legge Capitali che annovera tra i propri principi e criteri direttivi quello di “*aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, (ivi inclusi la partecipazione assembleare) [...]*”.

1.1. Relazioni pre-assembleari

In primo luogo, si segnala l’integrazione dell’articolo 123-*bis* del TUF con l’inserimento, al comma 2, delle nuove lettere d-*ter*) e d-*quater*), che prevedono che la relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari contenga - ove adottata - anche una descrizione delle politiche in materia di: (i) utilizzo e monitoraggio delle nuove tecnologie negli assetti amministrativi, organizzativi e contabili, in particolare con riferimenti ai sistemi di intelligenza artificiale⁷, e (ii) gestione e monitoraggio dei rischi informatici, inclusi i rischi di sicurezza cibernetica e i rischi derivanti dall’integrazione delle nuove tecnologie negli assetti amministrativi, organizzativi e contabili⁸.

Conseguentemente, il comma 4 dell’art. 123-*bis* TUF viene modificato per estendere il dovere di verifica del revisore anche alle citate lettere d-*ter*) e d-*quater*). Quanto alla decorrenza, il nuovo art. 11, comma 10 del Decreto stabilisce che le informazioni di cui alle lettere d-*ter*) e d-*quater*) sono fornite a decorrere dalle relazioni relative all’esercizio 2026 che verranno approvate nel corso dell’esercizio 2027.

In secondo luogo, con riguardo alla relazione sulla remunerazione di cui all’art. 123-*ter* del TUF che disciplina la politica di remunerazione degli amministratori, dei direttori generali, dei dirigenti con responsabilità strategiche e dei componenti dell’organo di controllo, la novella normativa accorda allo statuto sociale la possibilità di derogare, con apposita clausola di c.d. *opt-out*, all’estensione della politica di remunerazione ai dirigenti con responsabilità strategiche, in coerenza con le disposizioni di cui alla direttiva (UE) 2017/828, cd. SHRD II, che non impone vincoli di *disclosure* con riferimento ai dirigenti con responsabilità strategiche.

Il Decreto, poi, con riferimento alla questione della natura vin-

¹ Avvocato, Partner presso Carbonetti e Associati Studio Legale

² Avvocato, Partner presso Carbonetti e Associati Studio Legale

³ Avvocato, Partner presso Carbonetti e Associati Studio Legale

⁴ Associate presso Carbonetti e Associati Studio Legale

⁵ Trainee presso Carbonetti e Associati Studio Legale

⁶ Il Decreto demanda, infatti, alla Consob l’adozione di un articolato corpus di disposizioni attuative, la cui tempistica è scandita dall’art. 11 del Decreto. Il termine più ravvicinato (*tre mesi dall’entrata in vigore*, e dunque entro il 29 luglio 2026) riguarda esclusivamente i criteri per l’*opt-in* nel regime degli emittenti di nuova quotazione. La scadenza di portata più ampia è quella dei *nove mesi* (entro il 29 gennaio 2027), che copre la generalità delle disposizioni attuative della Parte IV TUF: dalla disciplina delle OPA e delle partecipazioni rilevanti, alle norme assembleari, fino ai requisiti degli organi sociali (art. 147-*quinquies*, comma 2). Per due specifiche materie, l’acquisto totalitario su autorizzazione dei soci (art. 112-*bis* TUF) e il *downlisting* verso MTF (art. 133, comma 1-*bis* TUF), il termine è invece di *dodici mesi* (entro il 29 aprile 2027). Si segnala che allo stato la Consob ha avviato due cicli di consultazioni pubbliche con (i) il Documento per la consultazione del 18 giugno 2026 riguardante tra l’altro il coordinamento del Regolamento Emittenti con le modifiche alla disciplina OPA/OPS introdotte dal d.lgs. 47/2026; (ii) il Documento per la Consultazione del 1° luglio 2026 relativo alla determinazione dei criteri in base ai quali individuare i “*soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento*” ai fini dell’applicazione del meccanismo di neutralizzazione del voto dei soci di maggioranza (c.d. *whitewash* di cui agli artt. 154.4, comma 3, del TUF e 16, comma 2, del Decreto).

⁷ Definiti per rinvio all’art. 3, punto 1), del Reg. UE 2024/1689, come risulta dal nuovo art. 1, comma 1, lett. *w-novies*) TUF introdotto dall’art. 1 del Decreto.

⁸ Definiti, anch’essi, dal nuovo art. 1, comma 1, lett. *w-decies*) TUF.

colante ovvero meramente consultiva del voto espresso dall'assemblea sulla prima sezione della relazione sulla remunerazione (quella riguardante la politica di remunerazione⁹), modifica il comma 3-ter della richiamata disposizione e inserisce un inedito comma 3-quater¹⁰, da un lato, confermando che tale deliberazione ha carattere vincolante, ma dall'altro lato, al contempo, aprendo alla possibilità che lo statuto sociale disponga diversamente, optando per il voto consultivo.

Per quanto attiene alla seconda sezione della relazione sulla remunerazione (quella sui compensi corrisposti¹¹), il Decreto modifica il comma quarto del citato art. 123-ter del TUF al fine di eliminare l'obbligo di informazioni sui compensi corrisposti dalle società "collegate" e disciplinare l'informativa relativa ai dirigenti con responsabilità strategiche "laddove la politica di cui al comma 3 ne disciplini la remunerazione".

È così previsto che la seconda sezione fornisca le informazioni sui riferiti soggetti sempre in forma aggregata, eliminando la facoltà della Consob di "individuare i dirigenti con responsabilità strategiche per i quali le informazioni sono fornite in forma nominativa".

Viene invece mantenuto in capo alla Consob il potere di differenziare il livello di dettaglio delle informazioni in funzione non solo della dimensione della società, ma anche del sistema di amministrazione e controllo adottato (cfr. nuovo comma 8 dell'art. 123-ter del TUF).

1.2. Svolgimento delle assemblee

Con riferimento allo svolgimento delle adunanze assembleari, l'art. 6, lett. h), dello schema di Decreto prevedeva di modificare l'art. 125-bis TUF eliminando l'obbligo di pubblicazione per estratto dell'avviso di convocazione dell'assemblea sui quotidiani. Tale intervento era volto a eliminare un adempimento ormai superato alla luce dell'attuale sistema di diffusione delle informazioni regolamentate tramite internet e i meccanismi di stoccaggio previsti dalla disciplina di settore. Oltre a comportare costi non trascurabili per gli emittenti, la pubblicazione sui quotidiani presenta infatti anche profili di inefficienza operativa, poiché, nella prassi, richiede generalmente un giorno aggiuntivo rispetto ai termini or-

dinari di pubblicazione.

Tale modifica, tuttavia, non è stata confermata nel testo definitivo del Decreto. Nel corso dell'iter di approvazione si è infatti ritenuto di mantenere fermo l'obbligo di pubblicazione per estratto sui quotidiani, con la conseguenza che la disciplina, sotto questo profilo, è rimasta invariata.

L'art. 6 introduce poi (lett. l)) il nuovo articolo 125-bis.1 che accorda all'organo di amministrazione la facoltà di determinare le modalità di svolgimento delle assemblee, anche mediante ricorso a modalità alternative della riunione in presenza. Tale regola si applica a condizione che lo statuto non stabilisca la modalità esclusiva di svolgimento dell'assemblea¹². Infatti, il secondo comma del novellato articolo prevede che "ove lo statuto non preveda la modalità esclusiva con cui l'assemblea può essere svolta ai sensi del comma 1, l'organo di amministrazione, avuto riguardo a criteri di efficienza e trasparenza delibera le modalità di svolgimento dell'assemblea (...)".

In particolare, l'organo amministrativo può prevedere, con il voto favorevole della maggioranza degli amministratori indipendenti o con l'approvazione del consiglio di sorveglianza, che l'assemblea si svolga: (a) esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione; (b) esclusivamente per il tramite del rappresentante designato dalla società ai sensi dell'articolo 135-undecies del TUF; ovvero (c) anche con espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica.

La figura del rappresentante designato – introdotta originariamente con il D. Lgs. n. 27/2010 emanato in attuazione della Direttiva 2007/36/CE (cd. "SHRD I") e poi potenziata durante l'emergenza sanitaria da Covid-19 con il D. L. n. 18/2020¹³ – è stata sperimentata, soprattutto durante la fase emergenziale, con ampia diffusione e risultati operativi ritenuti dai più soddisfacenti ed è oggi suscettibile di divenire la modalità prevalente di svolgimento delle assemblee.

Tale evoluzione, pur garantendo elevati livelli di efficienza e un ordinato svolgimento dei lavori assembleari (essendo suscettibile di neutralizzare le condotte di disturbo), pone tuttavia interrogativi sul piano dell'effettività del diritto di partecipazione del socio

⁹ Più in dettaglio, ai sensi del terzo comma del vigente art. 123-ter del TUF, la prima sezione della relazione deve illustrare in modo chiaro e comprensibile (i) la politica della società in materia di remunerazione con riferimento almeno all'esercizio successivo (a) dei componenti degli organi di amministrazione; (b) dei direttori generali; (c) ove lo statuto non disponga diversamente, dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo; (d) fermo restando quanto previsto dall'articolo 2402 del c.c., dei componenti degli organi di controllo e (ii) le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica.

¹⁰ Il nuovo comma 3-quater dell'art. 123-ter TUF prevede che "Ove lo statuto disponga che la deliberazione prevista dal comma 3-bis non è vincolante, l'esito della votazione è messo a disposizione del pubblico ai sensi dell'articolo 125-quater, comma 2. Nel caso in cui l'esito della votazione sia contrario, la società sottopone al voto dei soci una nuova politica di remunerazione al più tardi in occasione della successiva assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, del codice civile o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364-bis, secondo comma, del medesimo codice civile."

¹¹ Il quarto comma dell'art. 123-ter del TUF disciplina invece la seconda sezione della relazione, prescrivendo che tale sezione, nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e in forma aggregata, laddove la politica di cui al comma 3 ne disciplini la remunerazione, per i dirigenti con responsabilità strategiche, debba: (a) fornire un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione relativa all'esercizio di riferimento; (b) illustrare analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate, segnalando le eventuali componenti dei suddetti compensi che sono riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti a quello di riferimento ed evidenziando, altresì, i compensi da corrispondere in uno o più esercizi successivi a fronte dell'attività svolta nell'esercizio di riferimento, eventualmente indicando un valore di stima per le componenti non oggettivamente quantificabili nell'esercizio di riferimento; (c) illustrare come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione.

¹² Infatti, l'art. 125-bis.1, comma 1, TUF, stabilisce che lo statuto può prevedere la modalità esclusiva con cui l'assemblea può essere svolta. Occorre inoltre considerare che, in forza dell'art. 11, comma 8, del Decreto, la facoltà prevista dall'art. 125-bis.1, comma 1, TUF presuppone una clausola statutaria adottata o modificata successivamente all'entrata in vigore del Decreto.

¹³ La disciplina emergenziale introdotta dal D.L. 18/2020 consentiva, tra l'altro, alle società quotate di stabilire che l'intervento dei soci in assemblea avvenisse esclusivamente per il tramite del rappresentante designato ai sensi dell'art. 135-undecies TUF. La disposizione, contenuta nell'art. 106, comma 4, del riferito D.L. 18/2020 (ed estesa dal comma 6 anche alle banche popolari, alle banche di credito cooperativo, alle società cooperative e alle mutue assicuratrici), era evidentemente finalizzata ad evitare quei rischi di assembramento che, nel caso di assemblee di società quotate, ben potevano concretizzarsi, così vanificando le misure governative e regionali volte al contenimento della diffusione della pandemia da Covid-19.

e della dialettica assembleare, con un delicato *trade-off* tra esigenze di funzionalità dell'assemblea e valori di partecipazione alla vita societaria. Infatti, mediante tale modalità viene ridefinito il diritto soggettivo del socio alla partecipazione in assemblea, dal momento che tale diritto può essere esercitato solamente per il tramite del rilascio di una delega a favore di un soggetto all'uopo incaricato dalla stessa società emittente.

Il terzo comma della disposizione in esame precisa che l'opzione di svolgimento dell'assemblea tramite rappresentante designato possa essere esercitata dall'organo amministrativo a condizione che sia adottato da parte dell'organo amministrativo apposito regolamento, che deve assicurare garanzie adeguate all'esercizio ordinato e trasparente dei diritti degli azionisti e deve essere pubblicato sul sito *internet* della società, oltre ad essere richiamato nell'avviso di convocazione di ciascuna assemblea (nel seguito, anche, il “**Regolamento**”).

In considerazione dell'abrogazione degli artt. 135-*undecies*.1 e 135-*duodecies* del TUF, i contenuti di tali norme sono stati assorbiti dal predetto art. 125-*bis*.1 e delle disposizioni successive di cui si dirà *infra*.

In particolare, nell'ormai abrogato art. 135-*undecies*.1 la modalità “solo rappresentante designato” era rimessa alla scelta statutaria (e dunque previa delibera dei soci in assemblea straordinaria). Nel nuovo assetto introdotto dall'art. 125-*bis*.1, commi 1-3, la stessa modalità può essere deliberata dall'organo di amministrazione, come già detto, con il voto favorevole della maggioranza degli amministratori indipendenti o con l'approvazione del consiglio di sorveglianza, senza necessità di modifica statutaria, salvo che lo statuto abbia già disciplinato la modalità esclusiva di svolgimento.

Si tratta di un cambio di paradigma significativo: la decisione sulle modalità di svolgimento delle adunanze assembleari è suscettibile di transitare dallo strumento statutario alla deliberazione dell'organo amministrativo, con il bilanciamento affidato alla presenza degli indipendenti e al diritto di “chiamata in presenza” spettante ai soci titolari di almeno un ventesimo del capitale.

Il comma quarto del nuovo art. 125-*bis*.1 del TUF, al fine di contenere interventi di disturbo e favorire l'efficienza assembleare, prevede che lo statuto o il Regolamento possono stabilire una soglia minima di possesso azionario per la partecipazione alla discussione in assemblea (in caso di adunanza in luogo fisico o di intervento mediante mezzi di telecomunicazione), non superiore allo 0,5 per mille del capitale sociale, fermo restando il diritto dei soci di presentare proposte di deliberazione e porre domande sulle materie poste all'ordine del giorno nei termini previsti dagli artt. 126-*bis* e 127-*ter* del TUF. Dell'eventuale applicazione di tale soglia deve essere data evidenza nell'avviso di convocazione dell'assemblea.

Al riguardo, lo schema di Decreto prevedeva una soglia pari ad un millesimo del capitale sociale: in sede di primo commento allo schema di Decreto, era già stato segnalato il potenziale impatto negativo di tale soglia, in particolare con riferimento alle società a

elevata capitalizzazione, nelle quali un millesimo del capitale sociale avrebbe potuto limitare, in concreto, la partecipazione attiva di una porzione significativa dell'azionariato al dibattito assembleare. Il legislatore sembra aver tenuto conto di tale rilievo, poiché, come detto, nel testo definitivo del Decreto, ha ridotto la soglia massima eventualmente stabilita in via statutaria o regolamentare da un millesimo allo 0,5 per mille del capitale sociale, contemperando le esigenze di efficienza dei lavori assembleari con una maggiore partecipazione degli azionisti di minoranza.

Come contrappeso, al comma quinto dell'art. 125-*bis*.1 viene sancito che, qualora l'assemblea sia prevista esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione o tramite il rappresentante designato, i “*soci che rappresentano, anche congiuntamente, un ventesimo del capitale sociale con diritto di voto per le materie all'ordine del giorno, ovvero la misura inferiore prevista dallo statuto, possono in ogni caso chiedere, nel termine di cinque giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, che quest'ultima si svolga mediante adunanza in luogo fisico, senza ricorso in via esclusiva al rappresentante designato o ai mezzi di telecomunicazione [...]*”. In tal caso, l'organo gestorio dell'emittente dovrà integrare l'avviso di convocazione entro tre giorni dalla richiesta dei soci. Sul punto, il comma sesto del nuovo art. 125-*bis*.1 del TUF prevede che tale disciplina si applica anche alle società le cui azioni sono negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Sono altresì apportate modifiche all'articolo 135-*undecies* del TUF (con l'introduzione di un inedito comma 5-*bis*) per consentire anche alle società con titoli negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione e società cooperative di prevedere, mediante apposita clausola statutaria, la partecipazione all'assemblea tramite rappresentante designato.

Come anticipato, oltre che nell'art. 125-*bis*.1 TUF i contenuti degli abrogati artt. 135-*undecies*.1 e 135-*duodecies* del TUF sono stati spostati anche in altre disposizioni.

In primo luogo, è stata confermata la regola per cui, ove l'assemblea si svolga esclusivamente tramite rappresentante designato, il diritto di porre domande è esercitabile soltanto prima dell'adunanza e le risposte devono essere fornite almeno tre giorni prima (cfr. nuovo comma 3-*bis* dell'art. 127-*ter* del TUF).

In secondo luogo, il comma 6 dell'art. 125-*bis*.1 prevede che le società con titoli negoziati su MTF sono soggette alle stesse regole previste per le assemblee in termini di possibilità di convocazione e svolgimento dell'assemblea secondo una modalità esclusiva (c. 1); potere dell'organo di amministrazione di deliberare le modalità di svolgimento, inclusa la modalità telematica o tramite rappresentante designato (c. 2); obbligo di adottare il regolamento in caso di assemblea esclusivamente telematica o tramite rappresentante designato (c. 3); diritto dei soci che rappresentano almeno un ventesimo del capitale di chiedere che l'assemblea si svolga in luogo fisico (c. 5).

Il settimo comma estende alle società cooperative (incluse quelle con titoli negoziati su MTF) la disciplina dei commi 1, 2

e 3, prevedendo che i soci, in numero pari ad almeno 1/40 nelle cooperative sotto i 3.000 soci o al minore tra 1/50 e 300 soci in quelle più grandi, possano chiedere entro 7 giorni lo svolgimento dell'assemblea in luogo fisico, con disapplicazione dei limiti ordinari applicabili alle deleghe.

L'art. 6 del Decreto modifica anche l'articolo 126-*bis* del TUF riducendo da dieci giorni a tre giorni decorrenti dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione (ovvero due giorni nel caso di convocazione ai sensi dell'articolo 125-*bis*, comma 3¹⁴ o dell'articolo 104, comma 2, del TUF¹⁵) il termine entro cui deve essere esercitato, da parte dei soci che, anche congiuntamente, rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale, il diritto di presentare una richiesta di integrazione dell'ordine del giorno. Di tali integrazioni dovrà darsi notizia, nelle stesse forme prescritte per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, entro gli otto giorni successivi alla pubblicazione dell'avviso (ovvero cinque giorni nel caso di convocazione ai sensi dell'articolo 125-*bis*, comma 3 o dell'articolo 104, comma 2, del TUF).

Inoltre, il Decreto ha eliminato la facoltà, riconosciuta a ciascun avente diritto al voto, di presentare individualmente proposte di deliberazione direttamente nel corso dell'assemblea. Rimane invece ferma la possibilità, già prevista dal previgente art. 126-*bis* del TUF, per i soci che rappresentino, anche congiuntamente, almeno un quarantesimo del capitale sociale, di presentare proposte di deliberazione sulle materie già all'ordine del giorno. La riforma interviene tuttavia sulla relativa disciplina procedurale, distinguendola da quella concernente l'integrazione dell'ordine del giorno e prevedendo termini autonomi e differenziati per il suo esercizio, variabili in funzione delle modalità di convocazione dell'assemblea.

In particolare, il nuovo comma 2 dell'art. 126-*bis* TUF prevede tre distinte scadenze: (i) dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione, nel caso di convocazione ai sensi dell'art. 125-*bis*, comma 1, TUF¹⁶; (ii) sette giorni dalla pubblicazione dell'avviso, nel caso di convocazione ai sensi dell'articolo 125-*bis*, comma 3, TUF¹⁷ ovvero ai sensi dell'articolo 104, comma 2, TUF¹⁸; (iii) entro il termine del ventesimo giorno precedente la data dell'assemblea, nel caso di convocazione ai sensi dell'articolo 125-*bis*, comma 2, TUF¹⁹.

Della presentazione di tali proposte dovrà darsi notizia da parte dell'emittente, nelle stesse forme prescritte per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, almeno quindici giorni prima dell'assemblea.

Infine, l'art. 6, lett. n), n. 4) del Decreto introduce un nuovo

comma 3-*bis* nel corpo dell'articolo 127-*ter* del TUF, ai sensi del quale, ove l'assemblea si svolga esclusivamente mediante rappresentante designato, il diritto di porre domande è esercitabile soltanto prima dell'assemblea. Al riguardo, l'avviso di convocazione dovrà indicare il termine, non anteriore alla *record date*, entro il quale le domande devono pervenire alla società, che è tenuta a fornire le risposte alle domande pervenute almeno tre giorni prima della data dell'adunanza.

Si precisa che, ai sensi dell'art. 11, comma 7, del Decreto, gli articoli 125-*bis*, 125-*bis*.1, 126-*bis*, 127-*ter*, 135-*bis* e 135-*undecies* del TUF trovano applicazione con riferimento alle assemblee da svolgersi successivamente al 30 settembre 2026. Tale data costituisce, pertanto, lo spartiacque tra il previgente e il nuovo regime: fino ad allora continua ad applicarsi la disciplina anteriore e le relative previsioni statutarie adottate in conformità alla stessa.

2. Assetti di governance e modifiche al Codice civile

Novità importanti si registrano anche con riferimento alle disposizioni sul governo societario e sulla composizione degli organi societari.

2.1. Interventi sul TUF – organo amministrativo

L'art. 6, lett. u) del Decreto ha introdotto alla Sezione IV-*bis*, Capo II, Titolo III del TUF il nuovo articolo 147-*bis*.1 (Principi sulla composizione degli organi), che reca una norma programmatica applicabile a tutte le società quotate, disponendo che “*Gli organi di amministrazione e controllo sono eletti, nel rispetto delle specifiche prescrizioni applicabili, secondo norme previste dallo statuto che promuovono e favoriscono la professionalità, rappresentatività e diversità della complessiva composizione del collegio*”. Al riguardo, le società devono pertanto adeguare gli statuti alle disposizioni di cui all'art. 147-*bis*.1 del TUF “*in tempo utile per consentirne l'applicazione alle nomine delle cariche sociali da effettuarsi o rinnovarsi a partire dall'esercizio successivo a quello in corso al momento dell'entrata in vigore del presente decreto*” (art. 11, comma 9 del Decreto).

Seguendo l'ordine delle modifiche introdotte dal Decreto, con riferimento alla disciplina in materia di elezione e composizione dell'organo gestorio, si segnala una parziale riscrittura degli artt. 147-*ter* e 147-*quinquies* del TUF.

Più nel dettaglio, tra le modifiche di maggior rilievo vi è l'introduzione all'art. 147-*ter* del TUF di un nuovo comma 4-*bis*, che rende la decadenza dell'amministratore indipendente che perde i requisiti di indipendenza non più automatica, bensì operante solo

¹⁴ Si tratta dei casi di convocazione di assemblea per la riduzione del capitale per perdite (art. 2446 c.c.), al di sotto del limite legale (art. 2447 c.c.) e all'ipotesi di nomina e revoca dei liquidatori (2487 c.c.).

¹⁵ Che disciplina le modalità di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea (ordinaria o straordinaria) chiamata ad autorizzare il compimento di atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta pubblica in conformità alla disciplina sulle c.d. “tecniche di difesa” in caso di OPA.

¹⁶ Ossia mediante avviso pubblicato entro il trentesimo giorno precedente la data dell'assemblea.

¹⁷ Nelle assemblee convocate con il termine abbreviato di ventuno giorni, previsto per le ipotesi di riduzione del capitale per perdite (art. 2446 c.c.), di riduzione al di sotto del limite legale (art. 2447 c.c.) e di nomina dei liquidatori (art. 2487 c.c.).

¹⁸ Vale a dire nelle assemblee convocate in via d'urgenza durante lo svolgimento di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio al fine di deliberare sul compimento di atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

¹⁹ E quindi nelle assemblee convocate con quaranta giorni di anticipo ai fini del voto di lista per l'elezione degli organi sociali.

qualora “il numero residuo di consiglieri indipendenti nell’organo non è sufficiente ad assicurare il rispetto delle disposizioni di legge e di statuto”. Tale disposizione, comunque utile anche nella parte in cui precisa che la decadenza è pronunciata dall’organo di amministrazione, chiarisce, confermandolo, il risultato di un approdo già consolidatosi nella prassi.

Viene inoltre abrogato il comma 1 dell’art. 147-*quater* del TUF che disciplina la composizione del consiglio di gestione, mentre l’art. 147-*quinquies*, comma 1, del TUF è emendato per prevedere che, se in seguito alla nomina i componenti dell’organo gestorio perdono i requisiti di onorabilità, essi sono dichiarati decaduti dalla carica.

L’art. 6, lett. aa), n. 2) del Decreto sostituisce anche il comma 2 dell’art. 147-*quinquies* del TUF stabilendo, con il nuovo secondo comma, che, in caso di amministratore persona giuridica, la Consob ha il potere di prevedere, con apposito regolamento, modalità di applicazione dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, nonché delle quote di genere.

Le modifiche all’art. 147-*quinquies* si applicano a decorrere dalla data di applicazione delle disposizioni di attuazione ivi previste e comunque entro nove mesi dall’entrata in vigore del Decreto²⁰.

Dopo la suddetta norma il Decreto (art. 6 lett. bb) introduce l’inedito articolo 147-*sexies* del TUF, che ha il pregio di chiarire l’equilibrio delle competenze all’interno dell’organo amministrativo in materia di controllo interno e gestione dei rischi. In particolare è previsto che, da un lato, gli organi delegati “*curano il buon funzionamento e dell’efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi*”, dall’altro lato il CdA “*assicura e valuta il coordinamento delle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi al fine di disporre di una rappresentazione unitaria, tempestiva e sistematica dei rischi*”; in questo contesto, il comitato preposto al controllo dei rischi ovvero l’amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, ove previsti, “*tenuto conto dei criteri di materialità determinati dalla natura e dalle dimensioni dell’impresa, assicurano la rappresentazione unitaria dei rischi ai quali è esposta la società sulla base delle informazioni rivenienti dalle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e nella gestione dei rischi nonché di idonei indicatori anche non finanziari*”, dovendosi inoltre dar conto di tale rappresentazione nella relazione sul governo societario.

Il nuovo art. 147-*sexies* del TUF codifica, pertanto, per la prima volta la disciplina del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (SCIGR), contenuta finora solo nel *Codice di Corporate Governance* approvato dal Comitato per la Corporate Governance (versione del gennaio 2020). La norma consolida così la funzione

del SCIGR come presidio trasversale della *governance*, assicurando un raccordo stabile tra gli organi esecutivi e di controllo e promuovendo la circolazione integrata delle informazioni. Rispetto alla disciplina di *soft law* contenuta nell’art. 6 del *Codice di Corporate Governance*, l’intervento legislativo conferisce forza vincolante a principi già consolidati nella prassi²¹.

Tale rinnovato regime dovrebbe auspicabilmente contribuire a tracciare i confini dei ruoli e delle responsabilità di tutti i soggetti coinvolti nella prevenzione e nella gestione dei rischi cui l’emittente è esposto, valorizzando in particolare il compito delle funzioni aziendali di controllo interno nella selezione e trasmissione delle informazioni rilevanti agli organi societari.

2.2. Interventi sul TUF – organo di controllo

Con riferimento alle principali novità in materia di organo di controllo, si osserva in via preliminare come la Sezione V, Capo II, Titolo III del TUF risulta la parte maggiormente incisa dalle disposizioni contenute nel Decreto.

Intanto, l’art. 148 del TUF viene riformulato (*rectius*: sostituito) per riferirsi non più alla composizione del collegio sindacale, bensì genericamente alla “composizione dell’organo di controllo”, anche per allineare i principali requisiti in capo ai componenti degli organi di controllo nei diversi sistemi alternativi di amministrazione e controllo.

Il nuovo comma 1 dell’art. 148, che disciplina a livello di normativa primaria il meccanismo di calcolo per l’applicazione della regola sulle quote di genere, viene allineato al criterio di riparto già sancito nella normativa secondaria dall’art. 144-*undecies*.²² del Regolamento Consob n. 11971/1999 recante la disciplina degli emittenti.

Il secondo comma della disposizione in parola, relativo alle cause di ineleggibilità e ai requisiti dei componenti dell’organo di controllo, include nell’elenco il *partner* dell’unione civile, i conviventi degli amministratori e limita fino al secondo grado gli affini rilevanti degli amministratori della società, delle società controllate, controllanti e sottoposte a comune controllo, precisando inoltre che non costituisce causa di ineleggibilità la carica in organi di controllo di società controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo²³.

Con l’art. 6, lett. dd) del Decreto vengono poi introdotti i nuovi articoli 148.1, 148.2 e 148.3 del TUF che disciplinano la composizione specifica, rispettivamente, del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione.

²⁰ Come previsto dall’art. 11 comma 6 del Decreto.

²¹ Tale disciplina è relativa alla distinzione tra compiti di indirizzo e di valutazione del sistema nel suo complesso (attribuiti al consiglio di amministrazione), compiti di attuazione e di gestione operativa dei presidi di controllo (in capo agli organi delegati) e compiti di supervisione e di monitoraggio dell’adeguatezza e dell’efficacia del sistema (attribuiti al comitato per il controllo e i rischi).

²² In particolare, l’art. 144-*undecies*.1 c.3 sancisce che “Qualora dall’applicazione del criterio di riparto tra generi non risulti un numero intero di componenti degli organi di amministrazione o controllo appartenenti al genere meno rappresentato, tale numero è arrotondato per eccesso all’unità superiore, ad eccezione degli organi sociali formati da tre componenti per i quali l’arrotondamento avviene per difetto all’unità inferiore”.

²³ Sul punto, in via interpretativa, la Consob si era già espressa con Comunicazione del 17 luglio 2008 relativa alle situazioni di incompatibilità dei componenti degli organi di controllo degli emittenti ai sensi dell’art. 148, comma 3, lett. c), del TUF.

Il nuovo articolo 149 del TUF riformula i principali doveri dell'organo di controllo, il quale è chiamato a vigilare, oltre che sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo (lett. a):

- sul *“corretto funzionamento dell'organo amministrativo e in particolare sulla diligente osservanza delle regole istruttorie, procedurali e decisionali elaborate dalle migliori prassi”* (lett. b);
- sull' *“adeguatezza e sul concreto funzionamento dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società, ivi compreso il sistema di controllo interno di gestione dei rischi e il coordinamento delle sue funzioni”* (lett. c);
- nonché, in continuità con la norma previgente, sulle *“modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi”* (lett. d), e *“sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate ai sensi dell'articolo 114, comma 2”* (lett. e).

Vi è pertanto (alla lett. b) la sostituzione dell'obbligo di vigilanza sui principi di corretta amministrazione con una vigilanza più definita e delimitata, avente ad oggetto il funzionamento dell'organo amministrativo. Anche il c.d. controllo organizzativo è, seppur in misura minore, modificato in connessione con la nuova centralità attribuita al sistema di controllo interno anche nell'ambito dei compiti dell'organo amministrativo.

Tali scelte mirano comprensibilmente a riordinare, razionalizzando in linea con le prerogative spettanti all'organo investito di compiti di controllo, i doveri del predetto organo nelle società con azioni quotate (mentre gli stessi compiti appaiono immutati nelle nuove previsioni del Codice civile applicabili alle società non quotate, come si v. oltre). Tuttavia, nonostante l'auspicato coordinamento per evitare sovrapposizioni, il testo del Decreto non sembra aver tenuto conto della circostanza che le funzioni degli organi controllo nelle società quotate sono già integrate anche da altre norme, come ad esempio l'art. 2391-bis, secondo comma, c.c. in materia di Operazioni con parti correlate e l'art. 19 del D.lgs. 39/2010 che attribuisce agli stessi organi le funzioni di “comitato per il controllo interno e la revisione legale”, in attuazione del quadro normativo europeo in materia di revisione legale²⁴.

Il nuovo comma 2 dell'art. 149 TUF²⁵ (già art. 149, comma 3, TUF) rimodula l'obbligo di segnalazione alla Consob con l'obiettivo dichiarato di delimitare meglio i casi in cui esso sorge, sebbene dal confronto tra vecchia e nuova norma ciò non emerga con immediatezza. Infatti, la nuova norma, simile a quella vigente nel settore bancario per l'obbligo di segnalazione alla Banca d'Italia²⁶ sembra estendere l'area di applicabilità e lascia aperti dubbi interpretativi, anche in ragione della mancata previsione di una soglia di materialità delle irregolarità o violazioni potenziali da segnalare o di una possibile irrilevanza di casi in cui le problematiche sono già state avviate a soluzione.

In proposito, occorre considerare che la rilevanza di irregolarità o violazioni potenziali senza fare riferimento ad un settore specifico (come quello bancario) rischia di essere estremamente ampia. In senso favorevole ad una delimitazione deporrebbe, peraltro, il riferimento nella nuova norma agli “atti o fatti accertati” il che potrebbe essere inteso come volto a spostare in avanti il sorgere dell'obbligo di comunicazione – all'esito di una fase valutativa – rispetto all'obbligo riguardante “fatti di cui si è venuti a conoscenza” presente nella norma bancaria o a quello riguardante “irregolarità riscontrate” presente nella norma previgente.

Vengono inoltre inseriti i nuovi artt. 149-bis e 149-ter del TUF. Quest'ultima norma, in particolare, riconoscendo la possibile integrazione dei sistemi di intelligenza artificiale nelle funzioni di controllo interno (menziona infatti espressamente i “*sistemi di monitoraggio continuo e strumenti di controllo automatici e predittivi*”), stabilisce che essi debbano essere “*adeguati e proporzionati alla natura e alle dimensioni dell'impresa e ai rischi ai quali essa è esposta*”.

Con l'art. 6, lett. hh) del Decreto viene sostituito l'articolo 151 del TUF in materia di poteri, che nell'attuale formulazione fa riferimento ai “sindaci” ed al “collegio sindacale”, mentre la norma di nuovo conio si riferisce più genericamente all'organo di controllo e reca la disciplina generale applicabile agli organi di controllo nei diversi sistemi di amministrazione e controllo.

Specifiche disposizioni (artt. 151.1, 151-bis e 151-ter del TUF) sono introdotte in materia di poteri, rispettivamente, del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione.

È opportuno segnalare, tuttavia, come la disciplina speciale introdotta con tali nuove disposizioni ometta di riprodurre l'inciso limitativo previsto dalla norma generale, che circoscrive la convocazione dell'assemblea ai soli “*fatti censurabili di rilevante gravità*» connotati da «*urgente necessità di provvedere*”.

Tale previsione potrebbe determinare un paradosso applicativo, data la mancanza dell'inciso previsto per la norma generale anche nelle specifiche disposizioni, che appare suscettibile di essere risolta soltanto tramite un complesso slalom fra norme. Ne consegue l'opportunità – se non la necessità – di un intervento modificativo volto a chiarire il rapporto tra la disciplina speciale e i principi della norma generale, al fine di ristabilire coerenza e uniformità nell'ordinamento.

La riforma conferma e talvolta rafforza il ruolo dei singoli componenti, che possono agire autonomamente nell'acquisizione di informazioni e nella verifica della gestione. Le differenze tra i modelli rimangono connesse soprattutto all'integrazione con gli organi esecutivi: il collegio sindacale ha un ruolo più tradizionale di vigilanza, il consiglio di sorveglianza può esercitare anche funzioni

²⁴ Tale disciplina è prevista dall'art. 19 del d.lgs. 39/2010, in attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati.

²⁵ Il nuovo comma 2 dell'art. 149 TUF così recita: “2. L'organo di controllo comunica senza indugio alla Consob tutti gli atti o fatti accertati nell'attività di vigilanza che possano costituire una irregolarità nella gestione dell'impresa o una violazione della legge o dello statuto, trasmettendo i relativi verbali delle riunioni e degli accertamenti svolti e ogni altra utile documentazione”.

²⁶ Art. 52 TUB, secondo cui “Il collegio sindacale informa senza indugio la Banca d'Italia di tutti gli atti o i fatti, di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano costituire una irregolarità nella gestione delle banche o una violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria”.

di approvazione e indirizzo, mentre il comitato per il controllo sulla gestione opera all'interno del C.d.A. con un rapporto più stretto con gli altri amministratori.

2.3. Modifiche al Codice civile

La revisione dei sistemi di amministrazione e controllo, anche al fine di semplificare le regole di governo societario e accordare una maggiore discrezionalità alle imprese nella scelta del sistema di *governance* da adottare, è perseguito anche con una serie di interventi sulla disciplina generale delle società per azioni contenuta nel Codice civile.

A tal fine, l'art. 9 del Decreto va ad incidere sugli articoli del Titolo V, Capo V del Codice civile, modificando innumerevoli disposizioni.

Tra le novità di maggior rilievo si segnalano:

1. la sostituzione dell'articolo 2380 c.c., che viene riscritto sì da rendere ogni modello di amministrazione e controllo autosufficiente, eliminando qualsiasi rinvio al modello tradizionale come modello base. La scelta del sistema di governance da adottare viene rimessa allo statuto sociale e, *“Salvo che la deliberazione disponga altrimenti, la variazione di sistema ha effetto alla data della riunione dell'organo competente convocato per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio successivo”*;
2. la sostituzione dell'articolo 2380-bis c.c., il quale al primo comma dispone che *“La gestione e l'organizzazione dell'impresa, ivi compresa l'istituzione dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, spettano esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni strumentali all'attuazione dell'oggetto sociale”* (sottolineatura aggiunta). Viene quindi meno il richiamo all'art. 2086 c.c. (che nel 2019 era stato novellato per recepire le novità del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza), lasciando spazio ad una formulazione della norma più chiara e lineare;
3. la “scissione” del previgente art. 2381 c.c., in precedenza rubricato “Presidente, comitato esecutivo e amministratori delegati”. Tale norma è infatti sostituita da un nuovo articolo 2381 dedicato al solo Presidente, che riprende il comma 5 dell'art. 2380-bis c.c. previgente e precisa che *“Salvo diversa previsione dello statuto, gli amministratori scelgono al proprio interno il presidente, se non designato dall'organo competente a nominarli”*, mentre dal comma 1 del previgente art. 2381 c.c. riprende le prerogative presidenziali di convocazione e coordinamento dei lavori consiliari, prevedendo al comma 2 che *“Salvo diversa previsione dello statuto, il presidente convoca il consiglio, ne fissa l'ordine del giorno e ne coordina i lavori”*. Le ulteriori prerogative del Presidente sono confluite nel nuovo art. 2381-ter, di cui a breve si dirà, che al comma 2 prevede che *“il presidente provvede affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri”*. Inoltre, viene contestualmente introdotto l'art. 2381-bis (Comitato esecutivo e organi delegati), che disciplina l'attribuzione delle deleghe gestorie e precisa, in coerenza con il principio di centralità dell'organo amministrativo nella gestione delle situazioni di crisi d'impresa, che tra le competenze non delegabili rientrano anche le decisioni sull'accesso agli stru-

menti di regolazione della crisi e dell'insolvenza;

4. l'introduzione del citato nuovo articolo 2381-ter che disciplina l'informazione consiliare e ribadisce il principio per cui gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato. Di particolare rilievo è il quarto comma, ai sensi del quale gli amministratori (non esecutivi) possono fare ragionevole affidamento sull'informazione ricevuta anche in relazione alle loro competenze. Così facendo il legislatore si prefigge, da un lato, di innalzare il livello di diligenza richiesto nella valutazione dell'adeguatezza delle informazioni ricevute laddove i consiglieri dispongano di specifiche competenze in relazione a determinate materie oggetto della discussione consiliare e, dall'altro, di favorire una distinzione più marcata tra gli amministratori esecutivi e quelli non coinvolti attivamente nella gestione, provando a valorizzare le istanze del mercato, volte a una delimitazione della responsabilità dei consiglieri non esecutivi.
5. l'introduzione del nuovo articolo 2390-bis, che stabilisce come gli amministratori non possano utilizzare a vantaggio proprio o di terzi dati, notizie o “opportunità di affari” appresi nell'esercizio del loro incarico, pena la revoca dall'incarico e il risarcimento dei danni, riprendendo quanto già previsto dall'ultimo capoverso dell'art. 2391 c.c.;
6. la sostituzione dell'articolo 2391 c.c. in tema di interessi degli amministratori, con norma sostanzialmente analoga a quella previgente, eccezion fatta per l'ultimo comma della nuova disposizione, che abilita lo statuto o il consiglio stesso, con proprio regolamento, a stabilire condizioni, modalità e limiti ulteriori in relazione alla partecipazione all'adunanza consiliare di un amministratore che sia portatore di un interesse in una determinata operazione; la previsione è di particolare rilievo pratico perché consente alle società di adottare meccanismi di tutela, altrimenti preclusi o comunque difficoltosi da raggiungere, laddove sieda in consiglio un esponente in conflitto anche solo su determinate materie (si pensi al caso di un competitor/socio della società che riesca a nominare un proprio *manager* in C.d.A.). Dall'esame della norma non è chiaro se tali meccanismi debbano limitarsi alle modalità di partecipazione alle riunioni dell'esponente interessato o possano estendersi anche ai flussi informativi che preparano la discussione;
7. la modifica, riguardante in questo caso le società con azioni quotate, dell'art. 2391-bis, terzo comma, lettera b), ove viene specificato che *“In aggiunta agli altri casi di esenzione, la Consob prevede in ogni caso che le procedure della società possano escludere dall'applicazione delle regole di cui al primo periodo le operazioni con parti correlate individuate dalla stessa Consob, in base alle soglie di rilevanza di cui alla lettera a), a condizione che per queste operazioni, realizzate nel corso dell'esercizio, siano indicati nella nota integrativa del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato, se redatto, almeno il numero di operazioni realizzate e l'importo complessivo e medio delle stesse per tipologia di operazione con riferimento a ciascuna delle parti correlate con cui le operazioni sono state realizzate”*. Si aggiunge quindi, muovendosi negli spazi di autonomia consentiti dalla Direttiva SHRD2, un *tertium genus* di esenzioni rispetto a quelle già previste dall'art. 13 del Regolamento Consob 17221/2010, che dovrebbe riguardare, in linea di massima, operazioni almeno sopra la soglia di minore rilevanza, la cui adozione definitiva è rimessa prima ad un intervento Consob

- e poi alla volontà del singolo emittente;
8. la modifica dell'art. 2392 c.c. relativa alla responsabilità degli amministratori verso la società, coordinata con le novità apportate alla disciplina delle deleghe gestorie di cui al novellato art. 2381-*bis* c.c. e al regime di responsabilità degli amministratori non esecutivi di cui all'art. 2381-*ter* c.c., precedentemente esaminati.
 9. la sostituzione dell'art. 2393 che disciplina l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori con un testo pressoché identico a quello previgente, se non per l'eliminazione del comma terzo, confluito nell'inedito art. 2396-*terdecies* c.c., che autorizza il collegio sindacale a promuovere l'azione di responsabilità con deliberazione assunta con la maggioranza dei due terzi dei suoi componenti;
 10. l'introduzione dell'art. 2396-*bis*, che vieta, salvo specifica autorizzazione della società, ai direttori generali di assumere la qualità di soci illimitatamente responsabili in società concorrenti, di svolgere attività concorrenziale o di utilizzare informazioni acquisite nell'esercizio delle loro funzioni a fini personali o di terzi a pena, anche in questo caso, di rispondere degli eventuali danni derivanti dalla violazione di tali divieti;
 11. l'introduzione dell'articolo 2396-*ter* c.c. (Denuncia all'organo di controllo) estendendo le previsioni recate nel previgente art. 2408 c.c. – relative alla denuncia al collegio sindacale – a tutti i sistemi di *governance*; conseguentemente, l'art. 2408 c.c. è stato abrogato;
 12. l'introduzione dell'art. 2396-*quater* (Denuncia al tribunale) che sostituisce la disposizione prevista all'art. 2409 c.c. oggi abrogata; oltre ad alcune modifiche di mero coordinamento lessicale per consentirne l'applicazione a tutti i sistemi di *governance*, si effettuano alcune importanti precisazioni circa i casi in cui il tribunale può ordinare l'ispezione. L'attuale norma, diversamente dal previgente art. 2409 c.c. ed in linea con quanto avvenuto in alcuni casi concreti, distingue la posizione degli amministratori da quella dei componenti dell'organo di controllo, prevedendo che il tribunale non ordina l'ispezione e sospende per un periodo determinato il procedimento, se (unicamente) gli amministratori sono sostituiti con soggetti di adeguata professionalità che si attivino senza indugio per accertare la ricorrenza delle violazioni e in caso positivo eliminarle. La sospensione del procedimento può essere subordinata anche alla sostituzione dei componenti dell'organo di controllo, che resta opzione alternativa rimessa alla discrezionalità del tribunale.
 13. l'introduzione dell'art. 2396-*quinquies* c.c. (Doveri dell'organo di controllo) in cui viene declinata l'attività di vigilanza dell'organo di controllo ed il cui comma 1 replica in parte quanto previsto per le società quotate dal nuovo art. 149 TUF, mentre il comma 2 relativo all'obbligo di riferire all'assemblea sull'attività svolta riprende quanto previsto dall'art. 153 TUF;
 14. l'art. 2396-*sexies* c.c. (Poteri dell'organo di controllo) riproduce con alcune modifiche quanto previsto nei previgenti art. 2403-*bis* c.c. e 2406, comma 2 c.c., in modo da introdurre prerogative comuni a tutti i sistemi di *governance*;
 15. l'art. 2396-*septies* c.c. ripropone in materia di cause di ineleggibilità e decadenza quanto previsto dal previgente art. 2399 c.c., riprendendo il contenuto dell'art. 148 comma 2 TUF di cui si è fatto cenno nel paragrafo che precede; l'ultimo periodo del quarto comma dell'articolo in esame stabilisce, infatti, che non

rappresenta causa di ineleggibilità e decadenza il fatto di ricoprire cariche in organi di controllo delle società controllate dalla società, delle società controllanti e di quelle sottoposte a comune controllo.

16. l'art. 2396-*octies* riproduce per tutti gli organi di controllo le modalità di funzionamento e di riunione descritte nel previgente art. 2404, commi primo, terzo e quarto c.c., mentre l'art. 2396-*novies* c.c. riproduce quanto previsto nel previgente art. 2409-*bis*, comma 1 c.c. in forza del quale la revisione legale dei conti delle società è esercitata da un revisore legale o da una società iscritti nell'apposito registro.
17. infine, viene attuata una sistemazione coerente con le modifiche attuate ridefinendo i paragrafi 2, 3 e 4 della Sezione VI-*bis*, Capo V, Libro V, che pertanto vengono rispettivamente rinominati (i) del sistema con collegio sindacale, (ii) del sistema con consiglio di sorveglianza, (iii) del sistema con comitato sul controllo di gestione, e viene altresì introdotta una disciplina organica e aggiornata per ciascun assetto di governance.

Le predette disposizioni del Codice civile sono entrate in vigore dal 29 aprile 2026 (art. 11, comma 1 del Decreto). Le informazioni obbligatorie, da inserire nella relazione al bilancio dell'organo di controllo, previste ai sensi dell'art. 2396-*quinquies* c.c., vale a dire le informazioni sull'attività di vigilanza svolta dall'organo di controllo (ed eventuali omissioni o fatti censurabili rilevati), sono fornite nelle relazioni riferite all'esercizio sociale in corso al momento dell'entrata in vigore del Decreto (art. 11, comma 10).

3. Responsabilità del Collegio sindacale

In tema di responsabilità dell'organo di controllo, importanti novità sono apportate dall'art. 6, lett. ii) del Decreto, che introduce nel TUF l'articolo 151.2 rubricato "Responsabilità dei componenti del collegio sindacale".

Tale disposizione deroga, per i sindaci di società emittenti azionari quotate su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, al regime di responsabilità previsto per i componenti del collegio sindacale di società cd. "chiuse" dall'articolo 2407, secondo comma, c.c., come recentemente riformato ad opera della legge 14 marzo 2025, n. 35.

Tale ultima novella ha definito *ex ante*, per i sindaci di emittenti non quotati, il *cap* della responsabilità e del conseguente rischio pecuniario cui i componenti del collegio sindacale sono esposti a causa della violazione dei loro doveri (fatti salvi i casi di dolo), predeterminando l'ammontare massimo del risarcimento, che è ora contenuto nei limiti di un multiplo del compenso annuo percepito dai sindaci.

La ragione del differente trattamento tra sindaci di quotate e sindaci di società chiuse risiede, nel fatto che, nelle società quotate, i sindaci sono chiamati a vigilare su sistemi di controllo interno complessi, operazioni societarie di grande impatto e su una vasta gamma di normative (anche internazionali), sicché un grado di responsabilità analogo a quello dei sindaci di società chiuse rischierebbe di ridurre, in particolare, quel livello di protezione che

occorre fornire quando il capitale è tipicamente frazionato tra un numero molto elevato di soci che non dispongono di mezzi e strumenti per monitorare direttamente la gestione e assumono decisioni di investimento sulla base delle informazioni pubbliche, confidando nei meccanismi di controllo interni ed esterni.

Restano, tuttavia, molteplici questioni aperte poiché – sebbene la riforma abbia escluso la limitazione di responsabilità per i sindaci delle società quotate – sarà necessario verificarne la concreta attuazione, con particolare riguardo alla disciplina transitoria e alle modalità con cui le nuove norme verranno concretamente recepite dalla prassi di mercato e dall'Autorità di vigilanza.

La novella dell'art. 2407, co. 2, c.c. ha infatti già generato un contrasto interpretativo nella giurisprudenza di merito: da un lato, il Tribunale di Bari (ordinanza n. 1981 del 24 aprile 2025) ne aveva sostenuto l'applicabilità anche ai giudizi pendenti, valorizzando il momento della liquidazione del danno quale elemento dirimente; dall'altro, i Tribunali di Venezia (sentenza n. 3443 del 7 luglio 2025) e di Roma (ordinanza n. 7413 del 14 agosto 2025) avevano qualificato la disposizione come norma di natura sostanziale, incidendo direttamente sul diritto al risarcimento già sorto, escludendo pertanto l'efficacia retroattiva. Su tale contrasto è intervenuta

la Corte di Cassazione che, con la sentenza n. 1390 del 22 gennaio 2026, ha affermato il principio per cui il nuovo art. 2407, co. 2, c.c. non si applica ai fatti anteriori alla sua entrata in vigore, escludendo così ogni efficacia retroattiva della norma.

La stessa distinzione tra società quotate e non quotate può generare situazioni di incertezza, soprattutto nei casi in cui una società cambi stato durante il mandato del sindaco. In tali casi, il regime applicabile e le eventuali tutele richiederebbero alcuni chiarimenti.

Un ulteriore elemento di complessità riguarderà l'interpretazione giurisprudenziale di tali norme: sarà infatti fondamentale capire come i nuovi regimi di responsabilità verranno applicati nella pratica, in particolare per quanto riguarda il ruolo del collegio sindacale nelle quotate, le coperture assicurative necessarie e la relazione tra compenso e livello di rischio connesso all'incarico, nel rispetto delle regole che presiedono ai sistemi remunerativi degli emittenti. Infine, il nuovo quadro dovrà essere coordinato con altre normative rilevanti — come quelle sulla revisione legale, sui sistemi di controllo interno, sull'informativa societaria e sugli obblighi in materia ESG — che inevitabilmente incidono sulla funzione e sulle responsabilità del collegio sindacale.

Emittenti di nuova quotazione e PMI nella riforma del TUF: prime note critiche

di Edoardo Cossu¹

1. Premessa

Il decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47 (il “Decreto”), pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 14 aprile 2026 ed entrato in vigore il 29 aprile 2026 - di attuazione della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, come integrata dalla legge 11 marzo 2025, n. 28 (c.d. “Legge Capitali”), contenente misure volte a riformare in modo organico le disposizioni in materia di mercati dei capitali di cui al Decreto Legislativo n. 58 del 1998 (il “TUF”) e le disposizioni in materia di società di capitali di cui al codice civile - ha introdotto una disciplina *pro-listing* per gli emittenti di nuova quotazione, collocata nella nuova Sezione V.1 della Parte IV, Titolo III, Capo II del TUF.

La Relazione illustrativa allo schema di decreto individua talune criticità strutturali del mercato italiano che ne frenerebbero lo sviluppo: “(i) il basso dato del rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL registrato in Italia rispetto a quello che si registra nei principali paesi europei e a livello internazionale; (ii) la scarsa attrattività del mercato italiano anche rispetto ai titoli obbligazionari emessi da società italiane, che scelgono spesso di quotarsi su mercati esteri; (iii) il delisting dei titoli azionari, che continua a rappresentare un fenomeno critico, registrato soprattutto sull'Euronext Growth Milan; (iv) fenomeni di c.d. gold plating, che sfruttano la facoltà concessa ai paesi membri di discostarsi dagli indirizzi comuni concordati, generando così disomogeneità applicative sostanziali in aree rilevanti per l'attività economica; (v) maggiore onerosità del processo di quotazione e dai costi di permanenza sui mercati, nonché dalla minore flessibilità del nostro sistema di diritto societario rispetto ad altre legislazioni europee. In particolare, sotto questi ultimi due aspetti è stato evidenziato come l'ordinamento societario italiano, nonché la normativa sugli assetti organizzativi e amministrativi delle società quotate, presenta peculiarità tipicamente nazionali, conducendo a vincoli più stringenti e oneri maggiori rispetto a quanto richiesto dal diritto europeo, anche in esito a fenomeni di c.d. gold-plating, che non trovano giustificazione in effettive esigenze di tutela”⁽²⁾.

Invero, l'obiettivo della riforma del TUF è duplice: (i) rendere il mercato italiano più attrattivo, facilitando l'accesso al mercato regolamentato con l'obiettivo di arginare i fenomeni di “fuga” verso gli ordinamenti stranieri, e (ii) ridurre i costi di *compliance* post-IPO attraverso la rimozione di barriere all'ingresso nei mercati regolamentati⁽³⁾, valorizzando un regime opzionale attivabile per via statutaria prima o dopo l'ammissione a quotazione. La disciplina è estesa, in via transitoria, anche alle PMI già quotate che rispettino il requisito dimensionale (*i.e.*, capitalizzazione non superiore a Euro 1 miliardo) e che optino per il nuovo regime speciale.

Il legislatore italiano si è quindi mosso sulla falsa riga di quanto si riscontra nell'ordinamento inglese, in cui il *Financial Conduct Authority* ha introdotto, in data 29 luglio 2024, talune novità al regime di *listing* al fine di facilitare l'accesso alla quotazione e stimolare la crescita del mercato primario dopo il rallentamento delle IPO.

Il regime speciale interviene in modo mirato su quattro snodi sensibili del diritto delle società quotate: (i) nomina degli organi sociali, (ii) *quorum* e regole semplificate per le modifiche statutarie, con correlato diritto di recesso, nonché (iii) disciplina delle operazioni con parti correlate. Viene inoltre riformata la disciplina dell'OPA obbligatoria, superando il previgente regime speciale per le PMI.

In un'ottica sistemica, le semplificazioni per emittenti di nuova quotazione e l'estensione transitoria alle PMI devono essere bilanciate rispetto alla tutela degli investitori istituzionali e *retail*, così da evitare che la maggiore autonomia statutaria si traduca in esternalità negative e in un minor interesse del lato della domanda per il mercato italiano.

2. Ambito di applicazione: emittenti neo-quotati (nuovi artt. 154.1 e 154.2 del TUF) e PMI già quotate

Emittenti neo-quotati

La nuova disciplina di cui alla Sezione V.1 della Parte IV, Titolo III, Capo II del TUF si applica agli “emittenti di nuova quotazione”, ossia alle società che hanno deliberato la richiesta di ammissione alla negoziazione delle azioni su un mercato regolamentato italiano, a decorrere dal 29 aprile 2026 (data di entrata in vigore del Decreto). L'adesione al regime speciale avviene tramite modifica statutaria da approvare in sede straordinaria prima della presentazione della domanda di ammissione, con effetti dal primo giorno di negoziazione, ovvero anche successivamente alla quotazione.

È previsto che Consob pubblichi e aggiorni un elenco degli emittenti che decidono di aderire al regime speciale.

La scelta del legislatore di vincolare l'accesso al regime speciale mediante una modifica statutaria pre IPO mira a internalizzare nel processo di quotazione l'informativa sui diritti di *governance* e sui correlati presidi a tutela dei soci, mitigando il rischio di asimmetrie per gli investitori in sede di offerta al pubblico.

In ipotesi di *downlisting*, le modifiche statutarie adottate in

¹ Avvocato, Senior Associate presso Chiomenti

² Cfr. Relazione illustrativa allo schema di decreto, Analisi tecnico-normativa, pag. 2.

³ Cfr. Relazione illustrativa allo schema di decreto, Analisi tecnico-normativa, pag. 4.

conformità al regime speciale possono essere mantenute se compatibili con le regole del sistema multilaterale di destinazione, a eccezione di quelle di cui all'articolo 154.4, comma 2, e a condizione che le azioni siano state negoziate per un periodo continuativo non inferiore a tre anni sul mercato regolamentato ⁽⁴⁾.

PMI già quotate

L'art. 16, co. 2 del Decreto introduce una disciplina transitoria per le PMI già quotate che non abbiano superato il limite di capitalizzazione (pari a Euro 1 miliardo) nei tre esercizi precedenti l'entrata in vigore del Decreto possono modificare lo statuto per avvalersi del nuovo regime speciale, purché tale soglia non sia superata neppure al momento dell'*opt in*. Per queste società, l'adesione al nuovo regime è subordinata a una delibera assembleare adottata anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10% (meccanismo c.d. *whitewash*), individuati secondo i criteri applicativi che Consob definirà con regolamento, da adottarsi entro tre mesi dal 29 aprile 2026. Resta fermo il diritto di recesso in capo ai soci che non concorrono all'approvazione della deliberazione.

Tale scelta può essere effettuata entro due anni dall'adozione delle pertinenti disposizioni regolamentari di attuazione, ferma la possibilità, una volta esercitato l'*opt-in*, di modificare ulteriormente lo statuto in conformità alla nuova disciplina anche successivamente alla scadenza di tale termine.

In caso di *downlisting* della PMI che abbia deciso di adottare il regime speciale, trova applicazione quanto previsto dall'art. 154.2 del TUF.

L'opzione di estendere il nuovo regime alle PMI già quotate (circa il 70% del listino), mediante delibera con meccanismo di *whitewash*, comporta un "cambio in corsa delle regole del gioco" ⁽⁵⁾ per società che hanno già raccolto capitale nel tempo sulla base di presidi più tutelanti, con potenziali impatti sul valore delle azioni e sui diritti degli investitori.

In prospettiva, la coesistenza di (i) società di nuova quotazione, (ii) PMI già quotate che aderiscono o meno al nuovo regime e (iii) società di maggiori dimensioni soggette alla disciplina ordinaria, può accentuare la frammentazione della disciplina applicabile ⁽⁶⁾ e ridurre la riconoscibilità dei principi fondamentali per gli investitori, specie in un contesto (*i.e.* le PMI) caratterizzato da limitata copertura di ricerca e minore visibilità presso gli istituzionali.

3. Le novità per la nomina degli organi sociali (nuovo art. 154.3 del TUF)

Il profilo di maggiore discontinuità riguarda la possibilità di

derogare al meccanismo del voto di lista per l'elezione degli amministratori - un *unicum* nel panorama europeo - consentendo la votazione dei singoli candidati in assemblea mediante il voto cumulativo.

Più nello specifico, ai sensi del nuovo art. 154.3 del TUF, lo statuto degli emittenti di nuova quotazione può disciplinare modalità alternative di elezione del consiglio di amministrazione, nel rispetto di cautele inderogabili: (i) almeno due quinti degli amministratori appartengano al genere meno rappresentato, e (ii) lo statuto disciplini le modalità di elezione e i casi di sostituzione in corso di mandato al fine di garantire il rispetto di tale criterio.

Tra le opzioni ammissibili rientrano, a titolo esemplificativo: (i) il voto proporzionale, che consente alle partecipazioni pari o superiori al quoziente derivante dal rapporto tra capitale e numero totale dei seggi di nominare un numero di amministratori proporzionale alle aliquote di interesse così determinate, ovvero (ii) il voto cumulativo che attribuisce a ciascun socio un numero di voti pari ai seggi da eleggere, liberamente cumulabili su uno o più candidati.

Rispetto a tale ultimo caso, la norma riconosce espressamente allo statuto la possibilità di prevedere la votazione di ciascun singolo amministratore da parte dell'assemblea mediante il sistema di voto cumulativo, per cui: (a) ogni azione attribuisce un numero di voti pari al numero di amministratori da eleggere, (b) ciascun socio può cumulare solo su uno o più candidati i voti complessivamente spettanti alla partecipazione sociale, (c) risultano eletti i candidati che hanno ricevuto il maggior numero di voti.

Lo statuto può riservare l'elezione di almeno un amministratore tra candidati proposti da soci di minoranza (*i.e.*, coloro che non esercitano, anche congiuntamente, il controllo e che non sono soggetti ad essi correlati). Tale riserva diviene obbligatoria nei seguenti casi: (i) qualora la società abbia emesso azioni a voto plurimo o sia prevista la maggioranza del diritto di voto; (ii) la società sia controllata da un socio pubblico; (iii) in ogni caso qualora lo statuto non preveda che il consiglio di amministrazione sia composto in maggioranza da amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall'art. 148, co. 2, del TUF.

Le candidature possono essere presentate dal consiglio di amministrazione e dai soci che detengono, anche congiuntamente, almeno l'1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto; lo statuto può prevedere una percentuale inferiore.

Il meccanismo della votazione per ciascun candidato si estende anche al collegio sindacale e al consiglio di sorveglianza, a condizione che il presidente del collegio sindacale e un componente del consiglio di sorveglianza siano nominati dall'assemblea tra i candidati proposti da soci di minoranza (ossia, quelli che non esercitano, anche congiuntamente, il controllo e che non sono soggetti a essi correlati).

⁴ Il Presidente della Consob ha esortato di valutare l'opportunità "di introdurre un diritto di recesso in caso di *down-listing* (passaggio dal mercato regolamentato a uno di crescita), per preservare gli interessi dei soci e non scoraggiare gli investimenti". Cfr. Audizione del Presidente della Consob presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze, disponibile su www.consob.it, 27 novembre 2025, 2.

⁵ Cfr. Audizione del Presidente della Consob presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze, cit., 10.

⁶ Cfr. Audizione del Presidente della Consob presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze, cit., 2.

Nel complesso, il legislatore sostituisce alla tutela derivante dal voto di lista un set di garanzie sostanziali basate su indipendenza, equilibrio di genere e rappresentanza minima delle minoranze in determinate ipotesi.

La soluzione adottata dal Decreto solleva però un profilo di criticità, consistente nel fatto che l'assenza di un automatismo nella rappresentanza dei soci di minoranza potrebbe produrre concentrazioni in compagini azionarie frammentate. In altri termini, l'ampia autonomia statutaria concessa agli emittenti neo-quotati incide tanto sui diritti di *voice* (sistemi di nomina, quorum) quanto sui diritti di *exit* (cause di recesso), rafforzando la posizione dell'azionista di controllo senza adeguati contrappesi. Occorre quindi che gli emittenti convergano, in sede statutaria, su modelli di *governance* equilibrati e sufficientemente standardizzati per risultare attrattivi per la platea istituzionale (7).

4. Modifiche dello statuto e diritto di recesso (nuovo art. 154.4 del TUF)

Ferme restando le regole codicistiche sul *quorum* costitutivo dell'assemblea straordinaria, lo statuto può prevedere che le deliberazioni modificative dello statuto stesso siano assunte, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea (in luogo della maggioranza dei 2/3), salvo il caso di emissione di azioni a voto plurimo ovvero di maggioranza del diritto di voto.

Lo statuto può altresì escludere l'applicazione delle cause inderogabili di recesso di cui all'art. 2437, co. 1, cod. civ., fatta salva l'ipotesi di modifica dell'oggetto sociale che alteri in modo rilevante il rischio d'impresa. Anche quest'ultima ipotesi può essere esclusa prevedendo però, come contrappeso dell'*opt-in*, un meccanismo di *whitewash* per cui la delibera deve essere approvata dall'assemblea straordinaria con la maggioranza dei soci presenti diversi dal socio o dai soci di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10% secondo criteri definiti da Consob con regolamento.

L'impianto normativo privilegia quindi la stabilizzazione della base azionaria nella fase di *listing*, attenuando il rischio di esborsi significativi connessi all'esercizio del diritto di recesso e valorizzando la *disclosure* pre IPO.

La riduzione dei *quorum* e la possibile esclusione di talune cause inderogabili di recesso vanno valutate in coerenza con presidi idonei (es. *whitewash*) per evitare un indebito spostamento dell'equilibrio a favore dell'azionista di controllo nelle fasi iniziali di quotazione e per non disincentivare la partecipazione al mercato dei capitali.

5. Operazioni con parti correlate (nuovo art. 154.5 del TUF)

Gli emittenti di nuova quotazione possono escludere in via statutaria, in tutto o in parte, l'applicazione delle procedure in materia di operazioni con parti correlate, terzo comma, lettera b), cod. civ. *bis* di cui all'articolo 2391-anché in relazione a fattispecie di opera-

zioni con parti correlate definite sulla base delle soglie di rilevanza di cui all'articolo 2391-*bis*, terzo comma, lettera a), cod. civ., ulteriori rispetto a quelle individuate dalla Consob, fermo un presidio inderogabile: se almeno uno degli indici quantitativi stabiliti dalla Consob risulti superiore alla soglia del 10%, la procedura non può essere esclusa. Fermi restando gli obblighi informativi di cui all'articolo 2391-*bis*, terzo comma, lettera b), cod. civ. per le operazioni con parti correlate escluse, gli organi delegati danno informazione al consiglio di amministrazione con cadenza almeno semestrale.

La misura mira a rafforzare la competitività delle PMI neo-quotate riducendo tempi e oneri procedurali. Sul piano delle tutele, tuttavia, l'abbattimento delle barriere procedurali per le operazioni sottosoglia richiede una *governance* interna robusta, volta a favorire processi di valutazione all'interno del consiglio di amministrazione, coerente con l'obbligo di agire informati di cui all'art. 2381, co. 6 cod. civ. previsto in capo agli amministratori, nonché un sistema di *disclosure* idoneo a consentire al mercato di monitorare la frequenza e la natura delle operazioni sottosoglia.

La deroga statutaria in materia di operazioni con parti correlate per emittenti neo-quotati si pone in controtendenza rispetto alle *best practice* internazionali e, sovrapponendosi ad altri regimi di favore, rischia di ridurre eccessivamente l'ambito delle operazioni soggette a presidi di correttezza procedurale e sostanziale, con una compressione delle tutele proprio nei casi di potenziale conflitto di interessi.

6. OPA obbligatoria: superamento della flessibilità *ad hoc* per le PMI

La riforma interviene anche sul regime delle OPA obbligatorie, abrogando per le PMI (i) la soglia "speciale" del 25% prevista per le società diverse dalle PMI in assenza di altro socio con una quota superiore, e (ii) la facoltà statutaria delle PMI di modulare la soglia OPA tra il 25% e il 40%. Viene così consolidata una soglia unica del 30% per tutte le società quotate italiane, in linea con gli standard europei, riducendo le differenziazioni di mercato e le incertezze per gli investitori.

La razionalizzazione normativa supera così la "personalizzazione" delle soglie OPA per le PMI, sostituendola con un impianto che privilegia l'autonomia statutaria secondo la nuova Sezione V.1, controbilanciato da tutele di fonte pubblicistica.

La soglia unica al 30% allinea l'ordinamento agli *standard* UE e semplifica il quadro, ma va inserita in un impianto complessivo che, per gli emittenti neo-quotati e le PMI in *opt-in*, eviti un eccesso di eterogeneità statutaria che potrebbe tradursi in incertezza per gli investitori.

7. Alcune prime considerazioni

Il regime speciale per gli emittenti di nuova quotazione, esteso in via transitoria a talune PMI già quotate, rappresenta un tentativo del legislatore di allineare il diritto delle società quotate italiane

⁷ Cfr. Audizione del Presidente della Consob presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze, disponibile su www.consob.it, 27 novembre 2025, 9.

agli standard internazionali, spostando l'asse dalla tutela legale ex ante alla flessibilità dell'autonomia statutaria al fine di consentire l'impiego di soluzioni più innovative ⁽⁸⁾.

Le principali incognite risiedono nella fase attuativa delle nuove norme, specie per quel che concerne: la definizione regolamentare dei criteri per l'individuazione dei soci di maggioranza ai fini del *whitewash*; la tutela delle minoranze nel contesto della nomina dell'organo amministrativo; l'effettività degli obblighi informativi sulle operazioni con parti correlate sottosoglia. Se tali snodi saranno sciolti in modo coerente, il nuovo regime speciale potrebbe contribuire a ridurre il costo del capitale e ad agevolare l'accesso al mercato dei capitali, fermo restando che la vera prova, come spesso accade nelle riforme pro mercato, sarà affidata - più che al solo im-

pianto normativo - alla qualità delle scelte statutarie e alla vigilanza informata del mercato.

Tuttavia, il nuovo regime determinerà una significativa frammentazione della disciplina applicabile agli emittenti, realizzando una frammentazione della disciplina applicabile a detrimento degli obiettivi di semplificazione sottesi alla riforma e, quindi, della chiarezza normativa per gli investitori stranieri i quali potrebbero essere ulteriormente disincentivati a investire nel mercato italiano. Invero, nel mercato si verrebbero ad articolare tre distinte categorie (e, quindi, tre diversi regimi applicabili): le società di nuova quotazione; le PMI già quotate (che potranno scegliere se aderire o meno al nuovo regime); le società quotate di maggiori dimensioni, a cui continuerà ad applicarsi la disciplina ordinaria.

⁸ Cfr. Relazione illustrativa allo schema di decreto, Analisi di impatto della regolamentazione, pag. 10.

Decreto di riforma del mercato dei capitali – OPA e acquisto totalitario

di Daniele Minniti¹

Nell'esercizio della delega conferitagli dall'articolo 19 della legge n. 21 del 2024, il Consiglio dei Ministri ha adottato il Decreto Legislativo del 27 marzo 2026 n. 47 (il “Decreto”), pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana in data 14 aprile 2026, per rivedere le disposizioni in materia di mercati dei capitali di cui al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il “TUF”) e talune disposizioni del codice civile². Il Decreto, nel corso dell'iter legislativo finalizzato alla sua adozione, era stato già approvato, in esame preliminare, dal Consiglio dei Ministri n. 144 dell'8 ottobre 2025 (lo “Schema di Decreto” o “Schema”).

Si riportano qui di seguito le principali modifiche alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto e scambio e alla nuova procedura di acquisto totalitario.

I. Nuova disciplina dell'offerta pubblica di acquisto e/o scambio

I.A Rimozione del “mantenimento del controllo” dalle finalità del concerto

Il Decreto – in linea con lo Schema di Decreto - rimuove dall'art. 101-bis, comma 4, TUF l'obiettivo di mantenere il controllo dalla definizione di “persone che agiscono di concerto”, in quanto non previsto tra le finalità del concerto ai sensi della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (la “Direttiva OPA”) e stanti le conseguenti incertezze interpretative (facendo riferimento a ipotesi in cui gli assetti di controllo non subiscono un mutamento).

I.B Conversione della presunzione assoluta in presunzione relativa di concerto

Coerentemente con quanto anticipato nello Schema di Decreto, la presunzione assoluta di “persone che agiscono di concerto” di cui all'art. 101-bis, comma 4-bis, TUF³ viene trasformata dal Decreto in una presunzione relativa, che lascia aperta la prova della non sussistenza di requisiti di cui al comma 4 dell'art. 101-bis TUF, allineando così il regime delle presunzioni a quello dei principali ordinamenti degli Stati membri. Tali presunzioni relative si aggusteranno a quelle stabilite in via regolamentare dalla Consob.

I.C Estensione dei poteri informativi della Consob ai soggetti

che abbiano fornito prova contraria alla presunzione relativa di concerto

Il Decreto – sempre in linea con lo Schema - aggiunge all'art. 101-bis TUF un nuovo comma 4-quater, la definizione di “parti interessate”, ovvero «*l'offerente, l'emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo con essi, le società ad essi collegate, i componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo, i soci dell'offerente o dell'emittente aderenti a uno dei patti oggetto di comunicazione ai sensi dell'articolo 122 nonché coloro che operano di concerto con l'offerente o l'emittente*»⁴. Tale nozione si ispira alla nozione di “parti dell'offerta” contenuta nella Direttiva OPA e rileva ai fini di delimitare il perimetro dei soggetti sottoposti alla vigilanza informativa della Consob di cui all'art. 103, comma 2, TUF, così che tali poteri possano continuare a essere esercitati nei confronti di quei soggetti contemplati nella sopracitata presunzione relativa di concerto e che abbiano fornito prova contraria. Rispetto a tale intento dichiarato dal legislatore nella relazione illustrativa allo Schema di Decreto, si evidenzia che (i) non vengono richiamati i “direttori generali” (menzionati nella presunzione ora relativa di cui al comma 4-bis), che, ove abbiano fornito la prova contraria (e quindi dimostrato che non sono concertisti) non saranno soggetti a tale ambito di vigilanza; e (ii) vengono richiamate, a differenza della presunzione relativa di concerto, le “società collegate”.

I.D Documento di offerta in lingua inglese

Il Decreto conferma quanto anticipato nello Schema e impone col nuovo comma 3-bis dell'art. 102 di **redigere il documento d'offerta** in un formato leggibile in via automatizzata e consente di predisporlo **non solo in italiano ma anche, in alternativa, in una lingua** comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale a scelta dell'offerente - espressione già utilizzata nel Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 (il “Regolamento Prospetto”) per fare riferimento alla lingua inglese. Se il documento è redatto in una lingua diversa dall'italiano, è **predisposta una nota di sintesi in italiano**.

¹ Collaboratore presso BonelliErede

² Il presente contributo si concentra sulle modifiche relative all'offerta pubblica di acquisto e scambio, alla procedura di acquisto totalitario e alla procedura di passaggio dal mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione di cui agli articoli 5 e 6 del Decreto.

³ Applicata attualmente a (i) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d); (ii) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate; (iii) le società sottoposte a comune controllo; e (iv) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali.

⁴ Sostituendo l'attuale perimetro previsto dall'art. 103, comma 2, TUF, costituito da emittenti, offerenti e persone che agiscono di concerto con essi, ai quali sono e continueranno ad aggiungersi gli intermediari incaricati di raccogliere le adesioni.

I.E Istruttoria di approvazione del documento di offerta

I.E.1 Poteri sospensivi in caso di “gravi carenze informative”

Il potere della Consob di sospendere i termini di approvazione del documento di offerta viene attivato non più dalla generica necessità di richiedere all'offerente “informazioni supplementari”⁵, ma viene ora richiesto⁶ che vi siano “gravi carenze informative”.

I.E.2 Estensione del termine di approvazione del documento ove l'operazione sia soggetta ad autorizzazioni in base alla normativa di settore

Nel caso in cui prima dell'approvazione della Consob debbano intervenire autorizzazioni richieste dalla normativa di settore, il termine di approvazione per la Consob viene innalzato da 5⁷ a 10 giorni dalla comunicazione delle autorizzazioni stesse.

I.F Introduzione della regola “put up or shut up”

Al comma 8 dell'art. 102, TUF, viene attribuito alla Consob il potere, in caso di c.d. *rumors* in merito a una possibile offerta pubblica di acquisto o scambio, di stabilire un termine entro il quale il potenziale offerente dovrà rendere nota l'effettiva decisione di promuovere un'offerta e, in caso di mancata risposta o di risposta negativa da parte del potenziale offerente, a costui sarà inibito per i successivi 12 mesi di promuovere un'offerta sui titoli del medesimo emittente. Tale potere si ispira alla regola “*put up or shut up*” del Takeover Code⁸.

Tale novità, finalizzata a dare certezza e trasparenza al mercato, prende le mosse dall'assunto che la decisione di promuovere un'offerta sia preceduta da un processo decisionale non istantaneo, bensì articolato e protratto nel tempo.

Sarà necessario attendere la disciplina attuativa della Consob per valutare eventuali rischi distorsivi della disciplina (si pensi al caso in cui un *competitor* apprenda che sono in corso negoziazioni per una procedura di acquisto totalitario e faccia uscire la notizia per sollecitare l'attivazione del potere della Consob, che potrebbe incidere sull'andamento delle trattative ancora in corso).

⁵ Cfr. art. 102, comma 4, quarto periodo, TUF.

⁶ Cfr. art. 5, comma 1, lett. d), n. 2.2), del Decreto.

⁷ Cfr. art. 102, comma 4, sesto periodo, TUF.

⁸ Cfr. art. 2.6.(a) del Takeover Code, ai sensi del quale «*Subject to Rule 2.6(b), by not later than 5.00 pm on the 28th day following the date of the announcement in which it is first identified, or by not later than any extended deadline, a potential offeror must either: i. announce a firm intention to make an offer in accordance with Rule 2.7; or ii. announce that it does not intend to make an offer, in which case the announcement will be treated as a statement to which Rule 2.8 applies, unless the Panel has consented to an extension of the deadline*». Nel caso in cui sia dichiarato che l'offerente non intende promuovere l'offerta, sarà inibito al dichiarante e alle persone che agiscono di concerto con esso per i successivi 6 mesi, tra l'altro, di annunciare un'offerta sul medesimo emittente (cfr. art. 2.8 Takeover Code).

⁹ I quali prevedono un'esenzione dall'obbligo di predisporre prospetto con riguardo all'offerta al pubblico/ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato di “titoli offerti in occasione di un'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, a condizione che sia reso disponibile al pubblico un documento secondo le modalità di cui all'articolo 21, paragrafo 2, contenente informazioni che descrivono l'operazione e il suo impatto sull'emittente”. Ai sensi dell'art. 1, paragrafo 6-bis, del Regolamento Prospetto, tale esenzione si applica solo nel caso in cui (a) i titoli di capitale offerti sono fungibili con titoli esistenti già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato prima dell'acquisizione e dell'operazione correlata e l'acquisizione non è considerata un'acquisizione inversa ai sensi del paragrafo B19 del Principio internazionale d'informativa finanziaria (IFRS) 3, Aggregazioni aziendali, adottato dal regolamento (CE) n. 1126/2008 della Commissione; oppure (b) l'autorità di sorveglianza competente, ove applicabile, a rivedere il documento di offerta ai sensi della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio ha rilasciato un'approvazione preventiva del documento di cui al paragrafo 4, lettera f), o al paragrafo 5, lettera e), dell'articolo 1.

¹⁰ L'art. 34-ter, comma 02, del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999) (il “Regolamento Emittenti”), prevede – con riferimento all'esenzione dall'obbligo di redazione di un prospetto di offerta al pubblico di titoli - che (i) il documento di esenzione è pubblicato non oltre la data di pubblicazione del documento di offerta nel caso in cui non sia soggetto alla preventiva approvazione della Consob (art. 1, paragrafo 6-bis, lettera a), del Regolamento Prospetto); e (ii) nel caso previsto dall'art. 1, paragrafo 6-bis, lettera b), del Regolamento Prospetto, il documento di esenzione è trasmesso alla Consob ai fini dell'approvazione non oltre la data di presentazione del documento d'offerta ai sensi dell'art. 102, comma 3, TUF. Nella prassi, si è osservato fin da subito che le due istruttorie procedono in parallelo (ciascun documento, per talune informazioni, può fare incorporazione mediante riferimento alle informazioni contenute nell'altro) e che il provvedimento di approvazione del documento di esenzione precede quello di approvazione del documento di offerta. Consob ha altresì previsto all'art. 34-ter, comma 04, del Regolamento Emittenti, che il documento di esenzione segue il regime linguistico previsto dall'art. 12 per il prospetto (i.e., per le offerte di titoli il prospetto è redatto in lingua italiana o in lingua inglese, a scelta dell'emittente o dell'offerente). La medesima disciplina si applica al documento redatto in applicazione della corrispondente esenzione dall'obbligo di predisporre un prospetto di ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato (art. 57, comma 1, del Regolamento Emittenti richiama, ai fini dell'esenzione prevista dall'articolo 1, paragrafo 5, lettera e), del Regolamento Prospetto, i commi 02 e 04 dell'art. 34-ter del Regolamento Emittenti).

I.G Procedura di approvazione del documento di esenzione connesso all'ops

Con la nuova lettera a-bis) del comma 4 dell'art. 103 TUF, viene attribuito alla Consob, per dare certezza sulle regole applicabili in materia, il potere di definire la procedura di approvazione (e, pertanto, finalità, tempistiche, poteri istruttori) del documento di esenzione, che l'emittente può predisporre ai sensi dell'art. 1, paragrafi 4, lettera f), e 5, lettera e)⁹, del Regolamento Prospetto, in alternativa al prospetto informativo di offerta e/o esenzione, nel caso in cui i titoli di capitale siano offerti quale corrispettivo nell'ambito di un'offerta pubblica di scambio o di acquisto e scambio e qualora il documento sia sottoposto all'approvazione preventiva della Consob.

Si rammenta, al riguardo, che né il Regolamento Prospetto né il Regolamento Delegato (UE) 2021/528 della Commissione del 16 dicembre 2020 (recante gli schemi contenenti le informazioni minime da inserire nel documento di esenzione) stabiliscono (i) la procedura che l'Autorità è tenuta a seguire per l'approvazione del documento di esenzione o i termini di pubblicazione del documento nel caso in cui lo stesso non debba essere approvato; o (ii) un obbligo di pubblicazione di un supplemento al documento di esenzione al ricorrere di circostanza equivalenti a quelle che fanno scaturire l'obbligo di pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo. Conseguentemente, con la delibera n. 22144 del 22 dicembre 2021, Consob ha introdotto una disciplina dei citati termini di presentazione e pubblicazione del documento di esenzione al fine dell'istruttoria parallela col documento di offerta¹⁰.

I.H Soglia unica al 30% per l'obbligo di offerta pubblica totalitaria.

Si prevede la soppressione della soglia del 25% per le società diverse dalle PMI di cui all'art. 106, comma 1-bis, TUF, il cui superamento attualmente fa scattare l'obbligo di opa totalitaria, prevedendo, pertanto, una soglia unica del 30%, in coerenza con quanto previsto in altri ordinamenti europei e in linea con i margini discrezionali lasciati agli Stati membri dalla Direttiva OPA; viene inoltre soppressa la facoltà riservata alle PMI dall'art. 106,

comma 1-ter, di prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1 dell'art. 106 TUF (i.e., 30%), comunque non inferiore al 25% né superiore al 40%.

I.I Determinazione del prezzo di offerta (periodo rilevante di 6 mesi)

Al dichiarato fine di contenere l'onere riconnesso all'acquisto della partecipazione di controllo attraverso l'opa e accrescere la dinamicità (e quindi l'efficienza) del mercato del controllo, il Decreto conferma la proposta contenuta nello Schema di diminuire – sempre in linea con i margini discrezionali lasciati agli Stati membri dalla Direttiva OPA – da 12 a 6 mesi il periodo prima dell'offerta da prendersi in considerazione ai fini della determinazione del prezzo dell'**opa obbligatoria totalitaria** (che pertanto **verrà promossa a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto con esso nei 6 mesi anteriori** alla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, TUF per acquisti di titoli della medesima categoria ovvero, nel caso in cui non siano stati effettuati acquisti a titoli oneroso di tali titoli, a un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi 6 mesi o del minor periodo disponibile)¹¹. Al medesimo comma è stato specificato anche che, qualora il superamento di tale soglia sia avvenuto a seguito dell'acquisto di azioni a voto plurimo, l'offerta è promossa al medesimo prezzo pagato per l'acquisto delle predette azioni, se più elevato.

I.J Innalzamento della soglia dell'opa da consolidamento al 10%

Con riferimento, all'opa da consolidamento, la soglia per gli acquisti e la maggiorazione del voto rilevanti viene innalzata al 10% **del numero complessivo dei diritti di voto**.

I.K Nozione di “titoli quotati” ai fini dell'opa esimente

In riforma del precedente orientamento della Consob¹², si prevede che ai fini dell'offerta pubblica di scambio esimente di cui all'art. 106, comma 4, TUF sia sufficiente che i titoli offerti in corrispettivo siano *“ammessi alla negoziazione”* sul mercato regolamentato di uno Stato dell'Unione europea.

I.L Estensione dell'esenzione dall'opa obbligatoria ai conferimenti in natura

Al comma 5 dell'art. 106 TUF si modifica la lettera e), includendo espressamente tra le esenzioni dall'obbligo di opa totalitaria o da consolidamento, al superamento delle soglie rilevanti, non solo le operazioni di fusione o di scissione (già previste) ma anche il conferimento in natura, in quanto la relazione illustrativa allo Schema di Decreto lo ritiene una *“operazione economicamente e funzionalmente analoga alla fusione e/o alla scissione sotto tutti i profili rilevanti”*.

¹¹ Si rammenta che, ai sensi del medesimo comma, il medesimo prezzo si applica, in mancanza di acquisti a un prezzo più elevato, in caso di superamento della soglia relativa ai diritti di voto per effetto della maggiorazione ai sensi dell'articolo 127-quinquies TUF.

¹² Nella Comunicazione n. DCG/12019484 del 16-3-2012, la Consob aveva sostenuto che: “[...] sotto il profilo della nozione di titoli “quotati”, ex art. 106, comma 4, del TUF, in ragione delle argomentazioni esposte, si ritiene che, in caso di offerta pubblica di scambio – al fine di beneficiare della valenza esimente ai sensi dell'art. 106, comma 4, del TUF – i titoli offerti in corrispettivo debbano essere già negoziati nel mercato borsistico [enfasi aggiunta]”.

¹³ Ovverosia, qualora l'offerente medesimo, o persone che agiscono di concerto con esso, abbiano effettuato acquisti di partecipazioni in misura superiore all'1%, anche mediante contratti a termine con scadenza successiva o la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o di scissione.

I.M Opa parziale esimente: (i) riduzione della soglia dei titoli oggetto dell'opa parziale al 50%; (ii) espressione dell'approvazione da parte degli azionisti in via telematica; (iii) riduzione del periodo rilevante per la successiva promozione di un'opa obbligatoria a 6 mesi; e (iv) previsione dell'obbligo di successiva opa totalitaria in caso di fusioni o scissioni da cui consegua il *delisting*

Sempre al dichiarato fine di contenere l'onere riconnesso all'acquisto della partecipazione di controllo attraverso l'opa, con riferimento al regime dell'opa parziale esimente, si prevede (i) di diminuire dal 60% al 50% la soglia dei titoli oggetto dell'opa preventiva che esime dall'obbligo di successiva offerta obbligatoria totalitaria (cfr. art. 107, comma 1); (ii) che il regolamento con cui la Consob disciplina le modalità di approvazione dell'offerta preventiva parziale preveda l'uso di comunicazioni elettroniche da parte degli intermediari depositari delle azioni, salvo diversa volontà del titolare del conto di cui all'art. 83-*quater*, comma 3, TUF, e che tali comunicazioni consentano ai titolari delle stesse di esprimere il loro giudizio in via telematica (articolo 107, comma 2); (iii) di ridurre da 12 a 6 mesi dopo la chiusura dell'opa preventiva il periodo di tempo rilevante ai fini della successiva promozione dell'opa obbligatoria nei casi di cui all'articolo 107, comma 3¹³; e (iv) che l'obbligo di promuovere a esito del predetto periodo un'opa obbligatoria nel caso in cui l'emittente abbia deliberato operazioni di fusione o scissione consegua solo nel caso in cui da tali operazioni consegua la revoca dalla quotazione.

I.N Disciplina del *sell-out* e dello *squeeze-out*

I.N.1 Diritto dell'azionista alla cash alternative solo in caso di ops con offerta di strumenti diversi dai titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato

In materia di corrispettivo dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, commi 1 e 2, TUF scaturito a esito di un'offerta pubblica totalitaria, il Decreto – confermando il testo dello Schema - prevede di riconoscere il diritto del possessore delle azioni alla c.d. *cash alternative* (corrispettivo in denaro), determinato secondo i criteri stabiliti con regolamento dalla Consob, **solo qualora nell'offerta siano stati offerti strumenti finanziari diversi da titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'Unione europea** (in linea con l'obbligo della *cash alternative* stabilito, per l'opa obbligatoria totalitaria con corrispettivo costituito in tutto o in parte da titoli, dall'art. 106, comma 2-*bis*, TUF).

I.N.2 Estensione del diritto di squeeze-out a esito di acquisti in adempimento del sellout per superamento del 90% e riduzione della soglia rilevante al 90%

Si interviene inoltre a estendere l'ambito di **esercizio dello**

squeeze-out, prevedendo (i) che il superamento della soglia che dà diritto di acquisto possa avvenire non solo a esito di un'opa totalitaria (cfr. art. 111, comma 1, TUF), ma **anche attraverso acquisti avvenuti in adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, TUF¹⁴**; e (ii) di **ridurre dal 95% al 90% la soglia di titoli** la cui detenzione fa sorgere il diritto di acquisto (articolo 111, comma 1, TUF).

I.N.3 Estensione dello squeeze-out all'opa totalitaria su strumenti finanziari diversi dai titoli

Il Decreto aggiunge un nuovo comma 1-bis all'art. 111 TUF per estendere l'operatività del diritto di *squeeze-out* **anche** alle ipotesi in cui l'offerente, a esito di un'opa totalitaria avente a oggetto **strumenti finanziari diversi dai "titoli"**, come definiti dall'art. 93-bis, comma 1, lett. c) TUF, ivi incluse le azioni di risparmio, venga a detenere una percentuale almeno pari al 90% di tali strumenti finanziari, indipendentemente dal livello di flottante che essi rappresentano, ritenendosi applicabile la medesima *ratio*.

I.O Assenza di obbligo di opa di concerto solo per i pattisti che non abbiano fornita prova contraria alla presunzione relativa di concerto

Con riferimento agli obblighi di opa connessi all'**acquisto di concerto** (cfr. art. 109 TUF), si interviene prevedendo che l'obbligo di opa o di acquisto (di cui agli articoli 106 e 108 TUF) scaturiti da acquisti o maggiorazioni del voto di concerto **non sussistano quando il superamento delle soglie derivi dalla mera stipula di un patto rilevante ai sensi dell'articolo 101-bis, comma 4-bis, lett. a), TUF** (sostituendo il precedente riferimento a qualsiasi patto anche nullo di cui all'art. 122 TUF). In tal modo, si intende riferire l'esclusione dell'obbligo di offerta o di acquisto, così come la retrodatazione degli acquisti alla data dell'accordo concluso nei 12 mesi precedenti, alle sole ipotesi di concerto rilevante ai sensi della nuova disciplina, ossia a quelle in cui non sia stata fornita prova della mancanza dei requisiti del concerto stesso.

I.P Disciplina dell'acquisto totalitario

I.P.1 Modello dello scheme of arrangement del Takeover Code

La lettera n), del comma 1, dell'art. 5 del Decreto inserisce un nuovo art. 112-bis TUF, che introduce nell'ordinamento la procedura di acquisto totalitario delle azioni su autorizzazione dei soci. Tale procedura riprende l'idea di *scheme of arrangement* di taluni ordinamenti di *common law* (regolato pure dal *Takeover Code*), con l'obiettivo di allineare il nostro sistema alle migliori pratiche internazionali.

Si precisa che, a differenza delle altre modifiche descritte in materia di opa – entrate in vigore il 29 aprile 2026 – l'applicazione della disciplina dell'acquisto totalitario presuppone che la Consob emani la disciplina di attuazione entro il termine di dodici mesi a decorrere dalla citata data di entrata in vigore del Decreto (ai sensi dell'art. 11, comma 5, lettera a)). Pertanto la disciplina dell'acqui-

sto totalitario entrerà in vigore a decorrere dalla data di applicazione di tale disciplina di attuazione e in ogni caso alla scadenza del termine previsto per l'emanazione di tale disciplina di attuazione (cfr. art. 11, comma 6, del Decreto).

I.P.2 Approvazione da parte dell'assemblea straordinaria dell'emittente

Si prevede, in particolare, che **l'assemblea straordinaria dell'emittente possa approvare un'operazione volta a far acquisire a un soggetto individuato dall'organo amministrativo la totalità delle azioni della società** (cfr. art. 112-bis, comma 1, TUF).

I.P.3 Corrispettivo esclusivamente in denaro e sua determinazione

Con riferimento al prezzo, si prevede (cfr., art. 112-bis, comma 2, TUF) che il **corrispettivo debba essere esclusivamente in denaro** e che **non possa essere inferiore alla media ponderata (non più aritmetica come proposto nello Schema di Decreto) dei prezzi di chiusura delle azioni nei 6 mesi** che precedono la comunicazione del potenziale acquirente da parte dell'organo amministrativo o all'eventuale **maggiore prezzo pagato** dall'acquirente o da persone che agiscono di concerto con il medesimo per gli acquisti intervenuti nel medesimo periodo.

I.P.4 Ruolo proattivo dell'organo amministrativo

I commi 3 e 4 dell'art. 112-bis TUF attribuiscono un **ruolo attivo all'organo amministrativo**, che dovrà:

- i. individuare il potenziale acquirente, sulla base di una proposta di acquisto vincolante e irrevocabile, dopo averne valutato l'interesse della società e dietro conforme parere di un comitato di amministratori indipendenti, a parità di condizioni per tutti i possessori dei titoli oggetto dell'acquisizione. Da altri punti della disciplina (cfr. sotto in materia di *quorum* assembleare), si desume che la proposta possa pervenire da un socio dell'emittente;
- ii. darne notizia alla Consob e al pubblico; e

iii. redigere una relazione¹⁵ per consentire la valutazione della proposta, contenente ogni dato utile a tal fine, le valutazioni dell'organo amministrativo e il parere motivato degli amministratori indipendenti sulla proposta e la congruità del corrispettivo.

Rispetto a quanto previsto nello Schema di Decreto, si prevede invece che la relazione illustrativa venga notificata, entro venti giorni dalla comunicazione del potenziale acquirente, alla Consob, che ne verifica la conformità ai requisiti stabiliti dalla stessa con regolamento ai sensi del comma 7, lettera a), del nuovo art. 112-bis TUF. Decorso il termine di quindici giorni dalla notifica, la relazione è messa a disposizione del pubblico con le modalità previste nel citato regolamento.

¹⁴ L'effettiva portata di questa modifica risulta ancora da chiarire, tenuto conto che l'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, TUF presuppone il superamento della soglia del 90%.

¹⁵ Fra la data di pubblicazione di tale relazione e la successiva assemblea straordinaria devono decorrere almeno 30 giorni e, qualora siano previste autorizzazioni di autorità competenti in base alla normativa di settore, l'assemblea dovrà tenersi comunque dopo l'ottenimento di tali autorizzazioni.

I.P.5 Necessità del voto favorevole dei soci non correlati

Per quanto concerne i *quorum*, il comma 5 dell'art. 112-*bis* TUF come risultante dal Decreto prevede (a differenza dello Schema) un **quorum rafforzato**, ovvero sia il voto favorevole di **almeno tre quarti del capitale sociale rappresentato in assemblea** e stabilisce – in linea con lo Schema di Decreto – che **debba constare anche il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi (i) dal socio che abbia presentato la proposta e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, se già azionisti della società; e (ii) dal socio o dai soci che detengano, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore a 1/10 del capitale sociale.**

A tal fine, **vengono sterilizzate** dal comma 6 (i) ai fini della deliberazione, **le limitazioni al diritto di voto previste nei patti parasociali** e (ii) ai fini del trasferimento all'acquirente, **le limitazioni al trasferimento delle azioni previste nello statuto e nei patti parasociali**. Sempre il comma 6 prevede che il trasferimento delle azioni ha effetto con l'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese o alla diversa data stabilita nella deliberazione stessa, previa comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società emittente.

I.P.6 Potere regolamentare della Consob

Viene rimessa al **potere regolamentare della Consob** (cfr., art. 112-*bis*, comma 7, TUF) la disciplina dei seguenti elementi:

- i. **il contenuto della comunicazione che l'organo amministrativo è tenuto ad effettuare** ai sensi del comma 3, nonché della **relazione illustrativa, del parere degli amministratori indipendenti** e delle relative modalità di pubblicazione;
- ii. **le garanzie di esatto adempimento** da fornire a cura dell'acquirente;
- iii. **i casi in cui** fra la data della comunicazione di cui al comma 3 e il giorno antecedente l'assemblea straordinaria **sia promossa un'opa sulle medesime azioni**;
- iv. la correttezza e la trasparenza delle operazioni sulle azioni oggetto di cessione; e
- v. **gli effetti sul corrispettivo degli acquisti di azioni oggetto della proposta vincolante e irrevocabile**, effettuati dall'acquirente o dalle persone che agiscono di concerto con esso dalla comunicazione di cui al comma 3.

Rispetto alla proposta contenuta nello Schema di Decreto, viene eliminato il potere di regolare – nella normativa secondaria – i casi in cui intervengano modifiche alla proposta di acquisto (tale potere non è contenuto nel testo del Decreto).

I.P.7 Poteri attribuiti alla Consob:

(A) Sospensione e decadenza della procedura

Viene attribuito alla Consob (cfr., art. 112-*bis*, comma 8, TUF),

in pendenza della procedura, il potere di (i) sospendere la proposta (a) in via cautelare ove vi sia fondato sospetto di violazione delle disposizioni di cui all'art. 112-*bis* TUF o delle norme regolamentari o (b) per un termine non superiore a 30 giorni, nel caso intervengano fatti nuovi o non resi noti in precedenza tali da non consentire ai destinatari di pervenire ad un giudizio informato sulla proposta; o (ii) dichiarare la proposta decaduta, in caso di accertata violazione delle disposizioni di cui all'art. 112-*bis* TUF o delle norme regolamentari.

(B) Incremento del corrispettivo dell'acquisizione

Al fine di garantire la correttezza del prezzo, assicurando lo stesso livello di tutela in punto di determinazione del corrispettivo che i soci avrebbero in caso di acquisto tramite opa, il comma 9 dell'art. 112-*bis* TUF attribuisce alla Consob il potere di imporre che l'acquisto avvenga a un prezzo superiore a quello determinato nella proposta, quando vi sia stata collusione tra il potenziale acquirente o le persone che agiscono di concerto con esso e uno o più soci dell'emittente ovvero qualora vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.

(C) Poteri informativi

Per consentirle di vigilare su tale nuovo istituto, vengono coerentemente estesi i poteri informativi della Consob (cfr., art. 112-*bis*, comma 10, TUF) di cui alle lettere a) e b) del comma 1 dell'art. 115 TUF nei confronti di *“chiunque appaia informato dei fatti”*. Infine, il comma 12 estende agli emittenti, acquirenti e persone che agiscono con essi di concerto, l'applicazione, dalla data della comunicazione alla Consob e al pubblico prevista dal comma 3 e fino a 6 mesi dal trasferimento delle azioni, dei commi 5 e 6 dell'art. 114 TUF e degli eventuali obblighi di comunicazione al mercato, nonché degli obblighi di informazione nei confronti della Consob di cui all'articolo 115.

(D) Put up or shut up

Viene riprodotta la medesima clausola di **put up or shut up** (cfr. comma 11) prevista nel caso di *rumors* su una potenziale opa nei confronti degli acquirenti¹⁶, rispetto alla quale si evidenzia che – in modo disallineato rispetto alla modifica intervenuta sull'art. 102, comma 8, viene richiesto altresì che sussistano irregolarità nell'andamento del mercato dei titoli interessati (circo- stanza non richiesta rispetto alla medesima clausola applicabile in presenza di *rumors* su una potenziale opa). Si estendono, in tal caso, nei confronti degli acquirenti, più in generale, la disciplina di cui ai commi 5 e 6 dell'art. 114 TUF e i relativi eventuali obblighi di comunicazione al mercato.

I.Q Introduzione della sterilizzazione del voto maggiorato e del voto plurimo

Il Decreto introduce il nuovo comma 10-*bis* all'articolo

¹⁶ In caso di silenzio o di diniego, il potenziale acquirente non può presentare una proposta avente oggetto titoli del medesimo emittente nei successivi sei mesi (a differenza dei dodici mesi previsti dall'art. 102, comma 8, TUF).

¹⁷ Cfr. Art. 6, comma 1, lettera o), del Decreto.

127-*quinquies*¹⁷, che prevede la sterilizzazione del diritto di voto maggiorato quando l'assemblea delle società quotate è chiamata a deliberare in merito a:

- i. operazioni di fusione che comportino l'esclusione dei titoli dalle negoziazioni sul mercato regolamentato italiano;
- ii. il trasferimento della sede sociale all'estero;
- iii. l'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci ai sensi dell'art. 112-*bis* TUF;
- iv. le operazioni che comportano l'esclusione dalle negoziazioni delle azioni sul mercato regolamentato italiano, ai sensi dell'articolo 133, comma 1, TUF;
- v. il trasferimento delle negoziazioni delle azioni su un sistema multilaterale di negoziazione, ai sensi dell'art. 133, comma 1-*bis*, TUF (procedura di *downlisting*).

Per assumere le suddette delibere, si prevede che il voto maggiorato non abbia effetto e, conseguentemente, che ciascuna azione attribuisca al suo titolare un solo voto¹⁸. Coerentemente, il Decreto introduce¹⁹ il nuovo comma 3-*bis* all'articolo 127-*sexies* TUF, prevedendo che anche le azioni a voto plurimo attribuiscono un solo voto ai fini dell'approvazione delle medesime deliberazioni assembleari indicate dal nuovo comma 10-*bis* dell'art. 127-*quinquies* TUF. In tal modo, la sterilizzazione opera in modo simmetrico per entrambi gli istituti di rafforzamento del diritto di voto, impedendo che il beneficiario di azioni a voto plurimo o a voto maggiorato possa condizionare, in virtù del relativo potenziamento del voto, l'esito di deliberazioni significative per gli investitori di minoranza.

I.R Altre modifiche

I.R.1 Attribuzione a Borsa Italiana S.p.A. dei poteri sanzionatori

nel caso di violazione degli obblighi convenzionali connessi all'opa su Euronext Growth Milan

Il Decreto introduce all'art. 69 TUF (dedicato ai mercati per la crescita delle PMI, ivi incluso Euronext Growth Milan) un nuovo comma 3-*bis*, il quale prevede che «*Qualora il gestore del mercato abbia previsto, conformemente al comma 3, una disciplina in materia di obblighi di offerta pubblica di acquisto per le ipotesi di trasferimento del controllo di emittenti azioni ammesse alla negoziazione sul mercato, il gestore del mercato stabilisce adeguati presidi per garantire l'effettività degli obblighi [enfasi aggiunta]*» Stante la natura convenzionale, in tal caso, degli obblighi di opa previsti con riferimento agli emittenti EGM da parte dei regolamenti di Borsa Italiana S.p.A.²⁰, la norma dà al gestore del mercato (i.e., Borsa Italiana S.p.A.) il potere di adottare misure in linea con quelle previste dall'art. 110 TUF (sospensione del diritto di voto, obbligo di rivendita delle partecipazioni) o altre misure.

I.R.2 Norme applicabili e autorità competente per le deroghe all'obbligo di acquisto e al diritto di acquisto

Viene chiarito dal Decreto all'art. 101-*ter*, comma 4, secondo periodo, TUF, che anche per le questioni di diritto societario relative alle deroghe (non solo all'obbligo di offerta ma anche all'obbligo di acquisto e al diritto di acquisto) le norme applicabili e l'autorità competente sono quelle dello Stato membro in cui la società emittente ha la propria sede legale.

I.R.3 Delimitazione del potere regolamentare della Consob

La lettera m), del comma 1, dell'art. 5 del Decreto abroga l'articolo 112 del TUF, relativo alle "disposizioni di attuazione", ritenuto pleonastico, limitando dunque il potere regolamentare della Consob a quello puntualmente riconosciuto in capo a essa dai singoli articoli della sezione I, Capo II, Titolo II, Parte IV del TUF.

¹⁸ Si noti come la previsione in esame sia stata introdotta per la prima volta nel Decreto, non essendo stata originariamente prevista nello Schema di Decreto. La sua introduzione, peraltro, è stata, in primo luogo, suggerita dalle Commissioni riunite Finanze e Giustizia del Senato e della Camera dei Deputati che, in sede di esame dello Schema di Decreto, hanno proposto al Consiglio dei Ministri di prevedere la sterilizzazione dei diritti di voto plurimo e maggiorato nelle deliberazioni aventi ad oggetto: (i) operazioni di fusione che comportino l'esclusione dei titoli dalla negoziazione su un mercato regolamentato italiano; (ii) il trasferimento della sede sociale all'estero; (iii) l'azione di responsabilità contro gli amministratori; (iv) l'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci ai sensi dell'art. 112-*bis* TUF; (v) le operazioni che comportino l'esclusione dalle negoziazioni delle azioni sul mercato regolamentato, ai sensi dell'art. 133, comma 1, TUF; e (vi) il trasferimento delle negoziazioni delle azioni su un sistema multilaterale di negoziazione ai sensi dell'art. 133, comma 2, TUF.

¹⁹ Cfr. art. 6, comma 1, lett. p), del Decreto.

²⁰ Cfr. art. 6-*bis* del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan pubblicato da Borsa Italiana S.p.A.

Sedi di negoziazione, art. 100-bis e downlisting: le novità per il mercato di capitali apportate dalla riforma del TUF

di Giulia Agostini¹, Chiara Villani² e Benedetta Testani³

Modifiche alla disciplina delle sedi di negoziazione, delle controparti centrali e dei depositari centrali

Il 29 aprile 2026 è entrato in vigore il D.lgs. n. 47 del 27 marzo 2026 (*“Decreto”*), attuativo della delega di cui alla Legge n. 21 del 5 marzo 2024, recante la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati di capitali di cui al TUF. La riforma è volta a semplificare e razionalizzare il quadro normativo e regolamentare previgente, con l'obiettivo di incentivare non solo l'*accesso*, ma anche la *permanenza* delle imprese sui mercati dei capitali. Nel corso dell'*iter* legislativo finalizzato alla sua adozione, il testo del Decreto era stato già approvato in esame preliminare dal Consiglio dei ministri n. 144 dell'8 ottobre 2025 e il suo recepimento è avvenuto senza modifiche sostanziali.

L'iniziativa si inserisce in un contesto internazionale in cui la competitività delle piazze finanziarie è oggetto di crescente attenzione. La riforma del TUF, infatti, si pone in linea con una più ampia tendenza, riscontrabile anche in altri ordinamenti, volta a rafforzare la capacità di attrazione delle sedi di negoziazione e a contrastare il progressivo depauperamento dei mercati domestici. Mercati storicamente consolidati, come quello britannico, registrano un crescente deflusso di imprese verso listini esteri, fenomeno che, oltre a ridurre il numero delle società quotate, finisce per scoraggiare anche nuove operazioni di quotazione. Nel Regno Unito, nel solo primo semestre dell'anno, alcune delle principali blue chip sono state oggetto di offerte di acquisizione da parte di investitori esteri, tanto che il valore complessivo delle operazioni di acquisizione riguardanti società quotate presso il London Stock Exchange ha raggiunto importi pari a ventisette volte quelli delle nuove quotazioni. Il dato, oltre alla sua rilevanza quantitativa, evidenzia l'urgenza di interventi strutturali volti a incentivare la permanenza sui listini nazionali, evitando un progressivo svuotamento dei mercati domestici a vantaggio di piazze finanziarie percepite come più efficienti o caratterizzate da un quadro regolamentare maggiormente competitivo⁴.

Proprio in questo contesto, dunque, si collocano le modifiche introdotte dall'art. 4 del Decreto alla disciplina dei mercati, di cui alla Parte III del TUF.

L'intervento mira a rendere maggiormente attraenti le sedi di negoziazione nazionali, considerata anche la (per vero non recente) evoluzione della disciplina dei mercati a livello europeo “in termini concorrenziali”, con la trasformazione delle borse valori in mercati-impresa, gestiti da società per azioni private, e l'apertura

alla concorrenza di altri sistemi, quali MTF e OTF, prevista dalla MiFID II.

In questo contesto, le disposizioni del TUF che disciplinano le sedi di negoziazione prevedono una serie di peculiarità tipicamente nazionali, sulle quali l'art. 4 del Decreto è intervenuto con il richiamato obiettivo di razionalizzazione, per alleggerire gli oneri applicabili, così favorendo (o, quanto meno, non osteggiando) la competitività delle *trading venue* nazionali.

Le principali linee di intervento hanno riguardato (i) il riparto dei compiti di vigilanza tra le Autorità; (ii) la semplificazione delle procedure di modifica dei regolamenti dei mercati; e (iii) altre modifiche di semplificazione e razionalizzazione.

Quanto al riparto di competenze tra Autorità, si è operata una riscrittura dell'art. 62-*sexies* TUF, che disciplina la vigilanza sulle sedi di negoziazione di strumenti finanziari sull'energia e il gas, al fine di meglio delineare i rapporti tra la Consob e l'Autorità di Regolazione per l'energia reti e ambiente (ARERA). Nel dettaglio, la Consob, nell'esercizio dei poteri di vigilanza su questi mercati, non è più tenuta ad acquisire l'intesa o il parere dell'ARERA, la quale, però, è obbligata a segnalare alla Consob *motu proprio* eventuali criticità sui mercati regolamentati riscontrate nell'esercizio delle proprie attività di vigilanza, tenendo informato periodicamente anche il Ministero delle imprese e del *made in Italy*.

Con riguardo, invece, ai poteri di vigilanza sulle controparti centrali – ripartiti, come noto, tra la Consob e la Banca d'Italia – è stato modificato l'art. 79 *quinquies*, comma 4, attribuendo alla Banca d'Italia la competenza *esclusiva* sul rilascio del parere all'E-SMA nell'ambito dei procedimenti di riconoscimento di controparti centrali di paesi terzi (nel regime previgente, il parere era reso *d'intesa* con la Consob).

In relazione al riparto di competenze di vigilanza sui depositari centrali, con le modifiche apportate all'art. 79-*undecies*, la Consob (i) esercita le competenze nell'ambito della procedura di valutazione dell'esercizio in via transfrontaliera da parte di depositari centrali non più “*d'intesa*” con la Banca d'Italia” ma “*sentita*” la Banca d'Italia; e (ii) ha competenza esclusiva sul rilascio del parere all'E-SMA nell'ambito dei procedimenti di riconoscimento di depositari centrali di Paesi Terzi (nel testo previgente, il comma 9 dell'art. 79-*undecies* prevedeva che il parere venisse reso dalla Consob *d'intesa* con la Banca d'Italia). Inoltre, con le modifiche all'art. 82, comma 3, TUF, alla Consob viene attribuita competenza *esclusiva*

¹ Avvocato presso Lener & Partners Studio Legale

² Praticante Avvocato presso Lener & Partners Studio Legale

³ Praticante Avvocato presso Lener & Partners Studio Legale

⁴ Cfr. *ex multis*, “The great British corporate sell-off”, in Financial Times, 17 luglio 2026.

in materia di approvazione dei corrispettivi per i servizi prestati da depositari centrali e intermediari (mentre, nel regime previgente, la competenza era esercitata “sentita” la Banca d’Italia).

Ancora, a seguito delle modifiche apportate agli artt. 90-bis e 90-ter TUF, la Consob non esercita più “d’intesa” ma “sentita” la Banca d’Italia le competenze in materia di negato accesso (i) ai depositari centrali in caso di reclami dei partecipanti, emittenti e depositari centrali (cfr. art. 90-bis TUF); e (ii) ai servizi di regolamento gestiti da depositari centrali in caso di reclami delle controparti centrali e delle sedi di negoziazione (cfr. art. 90-ter TUF).

Si segnala, poi, l’introduzione del comma 8-bis all’art. 79-*quaterdecies*, che delega al MEF la definizione dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti dei depositari centrali, in linea con quanto già previsto per le controparti centrali.

La riforma mira a esemplificare e rendere più flessibile l’adozione di modifiche ai regolamenti dei mercati.

In particolare, è stata eliminata la previsione che rimetteva alla Consob la preventiva approvazione delle modifiche ai regolamenti dei mercati regolamentati ed è stata introdotta una specifica procedura in base alla quale il gestore deve inviare alla Consob i progetti di modifica del regolamento e l’Autorità può, ad esito delle proprie verifiche ed entro i termini dalla stessa previsti con regolamento, richiedere al gestore di apportare le modifiche ritenute necessarie a eliminare le criticità eventualmente rilevate (cfr. art. 64-*quater*, commi 6, 6-bis). La stessa procedura trova applicazione ai progetti di modifica delle disposizioni tecniche di attuazione, se connessi a una modifica del regolamento o nei casi da quest’ultimo espressamente previsti (cfr. art. 64-*quater*, comma 6-ter).

Per esigenze di uniformità, questa procedura trova applicazione anche a MTF e OTF – tramite rinvio del nuovo comma 3-bis dell’art. 65-bis ai richiamati commi 6, 6-bis e 6-ter dell’art. 64-*quater* – ma non anche ai mercati regolamentati all’ingrosso di titoli di Stato. Per questi ultimi, infatti, resta invariato l’attuale assetto delle competenze di vigilanza ai sensi del quale il MEF, sentite la Banca d’Italia e la Consob, approva le modifiche al regolamento del mercato, in ragione del peculiare ruolo del Ministero nella gestione del debito pubblico e delle strette connessioni esistenti tra il mercato secondario (all’ingrosso) e il mercato primario dei titoli di Stato (art. 64-*quater*, comma 6-*quater*).

In coerenza con quanto previsto per le sedi di negoziazione, la nuova procedura trova applicazione anche alle modifiche al regolamento dei servizi dei depositari centrali: in questo caso il progetto di modifica è trasmesso a Banca d’Italia e Consob ma è quest’ultima a svolgere le dovute verifiche e a poter richiedere di apportare eventuali modifiche (cfr. art. 79 *quinquiesdecies* commi 1-bis, 1-ter, 1-*quater* e 2).

Ulteriori interventi hanno riguardato l’allineamento della disciplina interna a quella comunitaria. Viene innanzitutto precisata la regola, di derivazione comunitaria, secondo cui il gestore del mercato regolamentato mantiene su base continuativa autonomia

organizzativa e decisionale rispetto alle funzioni che caratterizzano tipicamente l’attività oggetto di autorizzazione (art. 64, comma 3, TUF). La stessa disposizione è prevista per le controparti centrali - che mantengono la propria autonomia nello svolgimento dei servizi di compensazione centralizzata da questi prestati (art. 79-*sexies*, comma 6-bis) - e per depositari centrali, nello svolgimento dei servizi principali ma anche accessori di gestione degli eventi societari e di riscontro e indirizzamento delle istruzioni di regolamento, considerata la rilevanza di questi servizi ai fini del corretto funzionamento del sistema (art. 79-*quinquiesdecies*, comma 2-bis).

Al fine di consentire una maggiore flessibilità operativa - e considerando che il quadro normativo comunitario disciplina le situazioni di potenziale conflitto di interesse e i profili di sana e prudente gestione attraverso nuove disposizioni di settore – è stata abrogata la previsione che rimetteva alla Consob l’individuazione, in via regolamentare, di specifiche e tassative attività connesse e strumentali che possono essere svolte da un gestore del mercato regolamentato. Queste attività sono ora previste in una nuova disposizione legislativa (comma 7-bis dell’art. 64) dal contenuto più ampio (e non tassativo), ferma restando la necessità di previa notifica alla Consob e nel rispetto delle riserve di legge. La norma introduce inoltre la possibilità per un gestore di un mercato regolamentato di operare anche sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari.

In un’ottica di semplificazione e di delegificazione, sono stati inoltre abrogati alcuni commi degli artt. 65-*quater* e 65-*quinquies*. L’intervento di riforma ha collocato nella regolamentazione di secondo livello – con un ampliamento delle deleghe alla Consob – la disciplina di dettaglio, di derivazione comunitaria, relativa ai requisiti organizzativi, ai vincoli operativi e agli obblighi informativi e di comunicazione cui sono soggetti gli OTF (art. 65-*quater*), nonché le regole concernenti l’operatività in *matched principal* e la negoziazione in conto proprio da parte delle sedi di negoziazione (art. 65-*quinquies*).

Sempre in un’ottica di razionalizzazione, sono stati abrogati il comma 6 dell’art. 66-ter e il comma 2 dell’art. 67-bis, che conferivano alla Consob il potere di revocare le decisioni di sospensione di strumenti finanziari o di operatori adottate dal gestore della sede di negoziazione. Queste previsioni risultavano superflue poiché l’impianto normativo già consente all’Autorità di intervenire qualora si verifichi un disallineamento rispetto alle scelte del gestore.

Da ultimo, all’art. 69 TUF, relativo ai mercati di crescita per le PMI, è stato inserito il nuovo comma 3-bis che prevede che, quando il gestore abbia adottato una propria disciplina in materia di offerta pubblica di acquisto, questi debba anche definire i presidi idonei a garantirne l’effettività. La disposizione è volta a rafforzare la capacità di *enforcement* del gestore, che, in linea con l’art. 110 TUF, ha facoltà di applicare misure quali la sospensione del diritto di voto relativo all’intera partecipazione detenuta, l’obbligo di rivendita o altri interventi ritenuti adeguati a garantire il rispetto degli obblighi di OPA.

Abrogazione dell'art. 100-bis TUF

L'articolo 5, lettera a), del Decreto ha disposto l'abrogazione dell'articolo 100-bis TUF.

La disposizione in commento disciplinava il caso in cui titoli o prodotti finanziari diversi dai titoli, già oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati, fossero rivenduti *sistematicamente* al pubblico nei 12 mesi successivi in assenza del prospetto di offerta. In queste ipotesi, fatti salvi i casi di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, l'acquirente, che avesse agito per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale, poteva far valere la nullità del contratto e il soggetto abilitato presso cui era avvenuta la rivendita era tenuto al risarcimento del danno. Il comma 2, poi, richiama la disciplina comunitaria prevedendo che alla rivendita successiva dei prodotti finanziari diversi dai titoli si applicassero le disposizioni di cui all'art. 5 del Regolamento Prospetto (Regolamento UE 2017/1129).

La norma, originariamente introdotta a seguito di noti casi di cronaca, per contrastare pratiche elusive dell'obbligo di redazione del prospetto, quali la rivendita a investitori non qualificati di titoli collocati presso investitori qualificati, è stata oggetto di numerose modifiche, fino a quella più sostanziale di adeguamento al Regolamento Prospetto, che ne ha ridotto ampiamente la portata.

La norma, nella sua formulazione vigente fino all'abrogazione, pur se successiva al Regolamento Prospetto, poneva ugualmente numerose criticità.

In primo luogo, la disposizione non offriva una definizione del concetto di "*rivendita sistematica*", generando rilevanti incertezze interpretative e difficoltà di natura processuale. Gli investitori, infatti, erano gravati dell'onere di dimostrare il "carattere sistematico" della rivendita. Con l'abrogazione della disposizione è stata pertanto espunta dal TUF l'ennesima e poco mediata ipotesi di nullità di protezione a beneficio, peraltro, di investitori (anche *retail*) che rivestono la qualifica di *consumatori*.

In secondo luogo, la norma risultava completamente disallineata alla disciplina europea, poiché né il Regolamento Prospetto né la normativa di riferimento degli altri Stati membri contemplano una analoga previsione di *nullità*. Questa divergenza generava un evidente *uneven playing field* in danno degli operatori del mercato italiano, producendo gli effetti distorsivi tipici della normazione emanata in risposta a clamorose market *failure* e alimentando il ricorso abusivo ai rimedi demolitori.

La singolarità della norma emergeva, infine, anche nello stesso sistema del TUF in quanto comminava la nullità per una fattispecie del tutto peculiare, laddove il TUF stesso non prevede un rime-

dio analogo per l'ipotesi di mancata consegna di un prospetto in sede di offerta al pubblico.

Per tutte queste ragioni il Decreto ha previsto l'abrogazione della norma, marcando un pieno allineamento con il Regolamento Prospetto.

Ad esito dell'abrogazione dell'art. 100-bis, quindi, non è più possibile invocare la nullità contrattuale per la rivendita sistematica di titoli o prodotti finanziari già offerti al pubblico nei 12 mesi precedenti e la disciplina applicabile è unicamente quella di cui all'art. 5 del Regolamento Prospetto, sulla rivendita successiva di titoli⁵.

L'introduzione della fattispecie di *downlisting* nell'art. 133 comma 1-bis TUF

Il d.lgs. n. 47 del 27 marzo 2026 recante la riforma del Testo unico della finanza ha introdotto, con il nuovo comma 1-bis dell'articolo 133 TUF, una disciplina organica del c.d. *downlisting*, vale a dire la possibilità per le società quotate nei mercati regolamentati italiani di trasferire la negoziazione dei propri strumenti finanziari a un sistema multilaterale di negoziazione.

L'obiettivo della norma, pienamente allineato all'impostazione complessiva cui si ispira il nuovo TUF, è quello di favorire la permanenza delle imprese sul mercato dei capitali nazionale anche attraverso una maggiore flessibilità dei percorsi di permanenza nella quotazione, prevedendo un meccanismo di mobilità "discendente" tra sedi di negoziazione, volto a offrire agli emittenti un'alternativa all'uscita dal mercato dei capitali. Questa operazione fa sì che i titoli continuino a essere negoziabili mediante la loro migrazione verso una sede di negoziazione di secondo livello, caratterizzata da un regime regolamentare meno intenso sotto il profilo degli obblighi di *governance* e di trasparenza informativa, pur mantenendo le funzionalità proprie di un mercato organizzato e il rispetto delle regole di trasparenza *pre- e post-trade*.

L'intervento del *downlisting* costituisce, infatti, la risposta del legislatore al sempre minor interesse verso i mercati regolamentati, dovuto all'elevato costo della quotazione e alla crescente preferenza degli emittenti, soprattutto PMI, per forme di finanziamento alternative. Il saldo negativo tra IPO e *delisting* registrato negli ultimi anni, in linea con una tendenza comune ai mercati europei, ha reso evidente l'esigenza di approntare un percorso di permanenza nel mercato dei capitali alternativo alla completa revoca dalla quotazione.

In questo quadro, sviluppando le opportunità di reversibilità della quotazione, il legislatore ha inteso predisporre per le società quotate nei mercati regolamentati italiani un percorso ordinato di

⁵ Art. 5 Regolamento prospetto (2017/1129): "1. Ogni successiva rivendita di titoli che sono stati precedentemente oggetto di uno o più tipi di offerta al pubblico di cui all'articolo 1, paragrafo 4, lettere da a) a d), è considerata un'offerta separata e per determinare se detta rivendita costituisca un'offerta al pubblico di titoli si applica la definizione di cui all'articolo 2, lettera d). Il collocamento di titoli tramite intermediari finanziari è soggetto alla pubblicazione di un prospetto a meno che non si applichi una delle esenzioni di cui all'articolo 1, paragrafo 4, lettere da a) a d) in relazione al collocamento finale. Non è obbligatoria la pubblicazione di un prospetto aggiuntivo nelle rivendite successive di titoli o nei collocamenti finali di titoli tramite intermediari finanziari qualora sia disponibile un prospetto valido ai sensi dell'articolo 12 e l'emittente o il soggetto responsabile della redazione del prospetto dia il proprio assenso al suo utilizzo mediante accordo scritto. 2. Qualora un prospetto riguardi l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli diversi dai titoli di capitale da negoziare esclusivamente in un mercato regolamentato, o un suo segmento specifico, a cui solo gli investitori qualificati possano avere accesso al fine di negoziare tali titoli, i titoli non possono essere rivenduti a investitori non qualificati, a meno che non venga redatto un prospetto ai sensi del presente regolamento che sia idoneo per questi ultimi."

migrazione verso mercati alternativi maggiormente in linea con le esigenze degli emittenti, volendo in particolare valorizzare il mercato *Euronext Growth Milan*, che negli ultimi anni ha registrato la crescita più significativa tra i sistemi multilaterali di negoziazione, individuandolo come canale privilegiato per canalizzare la mobilità dei titoli delle PMI e creare un'alternativa alla completa uscita dal mercato regolamentato.

La norma in materia di *downlisting* ha dunque colmato un vuoto nella disciplina del TUF. L'unica disposizione che prima della riforma consentiva all'emittente di rimuovere i propri titoli dalla negoziazione era infatti il comma 1 dello stesso art. 133 TUF, applicabile esclusivamente alla migrazione tra mercati regolamentati italiani o dell'Unione europea e non ai sistemi multilaterali di negoziazione. L'assenza di una procedura dedicata al *downlisting* rendeva quindi necessaria una duplice procedura: il *delisting* dal mercato regolamentato e successivamente la domanda di ammissione alla negoziazione sul MTF. Da questa impostazione derivava, oltre che un aggravio procedimentale, anche un rilevante effetto sul piano societario, poiché la revoca dalla quotazione comportava l'applicazione dell'art. 2437-*quinquies* c.c., con il conseguente riconoscimento del diritto di recesso in favore dei soci che non avessero concorso alla deliberazione.

Nel corso dell'*iter* di approvazione della riforma, la disciplina del *downlisting* è stata oggetto di un ampio confronto in sede parlamentare, principalmente volto a verificare l'adeguatezza dei presidi di tutela delle minoranze. La formulazione definitiva dell'art. 133, comma 1-*bis*, TUF recepisce in parte tali osservazioni, subordinando il trasferimento al ricorrere di tre condizioni. In primo luogo, il gestore del mercato regolamentato di provenienza deve verificare che il sistema multilaterale di negoziazione di destinazione assicuri un livello di tutela equivalente a quello previsto in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio obbligatorie (artt. 105-112 TUF), secondo i criteri individuati dalla Consob con regolamento. In secondo luogo, l'operazione deve essere approvata dall'assemblea straordinaria dell'emittente almeno due mesi prima della sua efficacia, con le maggioranze stabilite dalla Consob, ferma restando l'applicazione dell'art. 2437-*quinquies* c.c. in materia di recesso; sotto questo profilo, la riforma ha quindi confermato l'impostazione già propria della disciplina previgente in due fasi. Infine, l'emittente è tenuto ad assicurare, con preavviso di due mesi, un'adeguata informativa sulle ragioni del trasferimento e sulle relative conseguenze per gli investitori, secondo le modalità definite dalla Consob.

La disciplina deve essere letta congiuntamente alle ulteriori modifiche introdotte dalla riforma. In particolare, i nuovi commi 10-*bis* dell'art. 127-*quinquies* TUF e 3-*bis* dell'art. 127-*sexies* TUF prevedono che, nelle deliberazioni assembleari aventi ad oggetto il *downlisting*, non trovino applicazione né il voto maggiorato né il voto plurimo.

Un ulteriore profilo di interesse riguarda il coordinamento tra la disciplina del *downlisting* e il nuovo regime speciale previsto per gli emittenti di nuova quotazione.

Il nuovo regime speciale degli *emittenti di nuova quotazione* si configura come un insieme di regole opzionali, destinate esclusivamente alle società che fanno richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano e le cui azioni siano ammesse alla negoziazione dopo l'entrata in vigore del Decreto. Questo regime, costruito in netta discontinuità rispetto alla disciplina applicabile alle società già quotate, è improntato, conformemente alla *ratio* sottostante l'introduzione del *downlisting*, alla riduzione degli oneri, alla semplificazione delle procedure, e all'ampliamento dell'autonomia statutaria, senza incidere sui diritti degli azionisti, sui rapporti proprietari preesistenti e sulle tutele incorporate nel valore delle azioni.

Il nuovo articolo 154.2, comma 4, del TUF prevede che questo regime possa essere mantenuto anche dopo la migrazione verso un sistema multilaterale di negoziazione, nella misura in cui esso risulti compatibile con le regole del mercato di destinazione, e a eccezione della disciplina sulla limitazione del diritto di recesso di cui al nuovo art. 154.4, comma 2, TUF. La possibilità di continuare a beneficiare del regime è tuttavia subordinata a una condizione temporale: l'emittente deve essere rimasto continuativamente sul mercato regolamentato per almeno tre anni. La norma sembra così mirare a garantire un equilibrio tra l'esigenza di continuità e la possibilità, per gli emittenti, di accedere a sedi di negoziazione più flessibili senza perdere integralmente i benefici introdotti per favorire le nuove ammissioni alla quotazione.

Nel panorama europeo, la nuova disciplina italiana sul *downlisting* si inserisce in un contesto caratterizzato dall'assenza di una disciplina armonizzata. Il diritto dell'Unione europea non contempla infatti una regolamentazione specifica del trasferimento da mercati regolamentati a sistemi multilaterali di negoziazione, né del *delisting* volontario, tradizionalmente rimesso alla competenza degli Stati membri in ragione della sua collocazione tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari. L'intervento comunitario si è finora concentrato prevalentemente sulla mobilità "verso l'alto", attraverso misure volte a favorire l'accesso delle PMI ai mercati regolamentati, senza disciplinare i percorsi di uscita o migrazione verso sedi di negoziazione meno onerose.

Anche a livello nazionale il quadro regolamentare risulta eterogeneo. La Francia rappresenta l'esperienza più strutturata, prevedendo una disciplina organica del trasferimento verso mercati meno regolamentati, mentre Germania e Regno Unito hanno adottato modelli differenti, rispettivamente fondati su presidi di tutela degli investitori e su procedure di mercato volte a facilitare la migrazione verso segmenti alternativi.

In questo contesto, la disciplina italiana introduce una regolamentazione positiva e organica del passaggio da un mercato regolamentato a un MTF, colmando un vuoto normativo comune a molti ordinamenti europei.

