



Riforma del TUF

Decreto legislativo 47/2026

Nota di Aggiornamento

Luglio 2026

È stato pubblicato, nella Gazzetta Ufficiale n. 86 del 14 aprile 2026, il Decreto legislativo 47/2026, di attuazione della delega prevista dall'articolo 19 della Legge Capitali (Legge 21/2024), che interviene sul Testo Unico della Finanza – TUF (Decreto legislativo 58/1998), sulle disposizioni del codice civile in materia di società di capitali e su ulteriori disposizioni di coordinamento con la normativa vigente.

Il provvedimento, entrato in vigore il 29 aprile 2026, richiede per alcune misure l'adozione di disposizioni attuative da parte della Consob e della Banca d'Italia.

Il Decreto legislativo contiene previsioni, in linea con le proposte avanzate negli ultimi anni da Confindustria, volte a favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio e l'afflusso del risparmio verso l'economia reale, a semplificare la disciplina degli emittenti e degli intermediari e a razionalizzare l'ordinamento dei mercati finanziari.

Alcune delle nuove misure erano state anticipate nel Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", pubblicato nel 2022.

L'intervento riguarda diversi ambiti del TUF: le disposizioni comuni, incluse le definizioni; la disciplina degli intermediari, con particolare riferimento alle disposizioni generali e ai poteri di vigilanza, ai servizi e alle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio; la disciplina dei mercati; l'appello al pubblico risparmio; la disciplina degli emittenti.

Sono inoltre previste modifiche al codice civile volte a reimpostare la disciplina dei tre modelli di amministrazione e controllo (tradizionale, dualistico e monistico).

È infine abrogata la disciplina in materia di interlocking contenuta nell'articolo 36 del Decreto legge 201/2011.

Più in dettaglio, tra le principali innovazioni, si prevede:

- **l'introduzione della società di partenariato**, quale veicolo per investimenti in private equity e venture capital, e di **nuovi modelli di gestori di fondi di investimento alternativi (FIA) sotto-soglia** registrati nell'ambito della gestione collettiva del risparmio;
- l'inclusione delle **casse di previdenza tra i clienti professionali di diritto**;
- l'introduzione di **un regime semplificato per gli emittenti di nuova quotazione** e, a determinate condizioni, per le PMI quotate, nonché una disciplina del *downlisting*;
- maggiore **flessibilità nello svolgimento delle assemblee** delle società quotate;
- **il riordino dei sistemi di amministrazione e controllo delle società**;
- nell'ambito della disciplina in materia di **appello al pubblico risparmio**, la definizione di una soglia unica pari al 30% ai fini dell'applicazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto (OPA) totalitaria e l'introduzione di una nuova procedura di acquisto totalitario delle azioni.

La presente nota illustra i principali contenuti della riforma, raggruppati per ambito di intervento.

Gestione collettiva del risparmio

Il Decreto legislativo introduce, agli articoli 1 e 3, innovazioni alla disciplina del TUF in materia di gestione collettiva del risparmio, con l'obiettivo di favorire la canalizzazione del capitale privato verso l'economia reale.

Tra le altre modifiche, è prevista l'introduzione, nell'ordinamento nazionale, della società di partenariato, specificamente dedicata all'investimento del capitale raccolto in operazioni di private equity e venture capital, e di nuovi modelli di gestori di fondi di investimento alternativi (di seguito GEFIA) sotto-soglia registrati.

Le società di partenariato

Tra le principali novità previste dalla riforma, figura l'introduzione della società di partenariato, un veicolo di investimento ispirato al modello delle Limited Partnership, diffuse nei mercati americano e britannico, e volto a favorire l'afflusso di capitale privato verso l'economia reale.

Più in dettaglio, la società di partenariato è definita come un Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) chiuso, qualificato come fondo di investimento alternativo (di seguito FIA) e costituito nella forma di società in accomandita per azioni, con sede legale e direzione generale in Italia. Il suo oggetto esclusivo è l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di azioni, strumenti finanziari partecipativi e altre modalità previste dallo statuto.

In ragione della forma societaria prescelta, la società di partenariato prevede la presenza di soci accomandanti investitori, con responsabilità limitata, e soci accomandatari gestori, con responsabilità illimitata.

Ai fini dell'oggetto sociale rileva la nuova definizione di private equity e venture capital introdotta nel TUF, quale investimento in imprese non quotate tramite strumenti di capitale, di debito o forme similari, nonché l'investimento ulteriore nelle stesse successive all'eventuale ammissione alla quotazione.

Per la natura più rischiosa e meno liquida dell'investimento sottostante, pertanto, la partecipazione alle società di partenariato è riservata ai soli investitori professionali e a investitori non professionali con elevate conoscenze e capacità finanziarie¹.

Il Decreto legislativo distingue le seguenti tre tipologie di società di partenariato:

¹ Ai sensi dell'articolo 14 del DM 30/2015, attuativo dell'articolo 39 del TUF relativo agli OICR italiani, gli investitori non professionali che possono accedere a FIA riservati – oltre ai tradizionali investitori professionali – sono: (i) chi investe direttamente con almeno 500mila euro; (ii) chi investe tramite consulenza con almeno 100mila euro iniziali, nel rispetto del vincolo del 10% del proprio portafoglio finanziario; (iii) chi investe tramite gestione di portafoglio, con almeno 100mila euro iniziali; (iv) il personale e gli amministratori della SGR che gestisce il FIA, anche con importi inferiori.

- società di partenariato in gestione interna autorizzata, che gestisce direttamente il proprio patrimonio ed è iscritta in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia;
- società di partenariato sotto-soglia registrata, che gestisce direttamente il proprio patrimonio ed è iscritta nel registro dei gestori di fondi di investimento alternativi (di seguito GEFIA) sotto-soglia registrati;
- società di partenariato in gestione esterna, che affida la gestione a un gestore esterno.

La società di partenariato in gestione interna autorizzata è soggetta a un regime autorizzativo e a piena vigilanza.

La società di partenariato sotto-soglia registrata è invece assoggettata a un regime di registrazione presso la Banca d'Italia, più semplificato rispetto a quello di autorizzazione, a condizione che il valore totale delle attività dei FIA gestiti non superi i 100 milioni di euro, oppure i 500 milioni qualora i FIA gestiti non facciano ricorso alla leva finanziaria e non sia consentito il rimborso agli investitori nei 5 anni successivi all'investimento iniziale.

Per la società di partenariato in gestione esterna, sono previste specifiche regole sui rapporti con il gestore esterno del patrimonio.

Le nuove disposizioni saranno operative dopo l'adozione delle norme attuative e l'adeguamento degli albi e dei registri di vigilanza, secondo quanto previsto dal regime transitorio del Decreto legislativo. A partire da tale momento sarà possibile procedere alla costituzione delle società di partenariato.

I gestori di fondi di investimento alternativi sotto-soglia registrati

La riforma introduce una distinzione tra i GEFIA autorizzati, soggetti a piena vigilanza, e i GEFIA sotto-soglia registrati, assoggettati a regole e controlli più snelli.

Per questi ultimi, il valore totale delle attività dei FIA gestiti non può superare 100 milioni di euro, elevati a 500 milioni qualora i FIA gestiti non facciano ricorso alla leva finanziaria e non consentano agli investitori l'esercizio del diritto di rimborso nei 5 anni successivi all'investimento iniziale.

La riforma si avvale della possibilità prevista all'articolo 3, paragrafo 3, della Direttiva UE 61/2011 (di seguito AIFMD), introducendo un regime nazionale di registrazione accanto a quello ordinario di autorizzazione piena previsto per i GEFIA sopra-soglia. Si tratta di una novità rispetto al recepimento della AIFMD, quando il legislatore italiano aveva escluso il ricorso generalizzato al regime agevolato per i gestori sotto-soglia, mantenendo l'autorizzazione ordinaria, pur con alcune semplificazioni.

L'intervento mira, da un lato, a ridurre gli oneri regolamentari e di vigilanza per i gestori di minori dimensioni o con ridotto impatto sistemico e, dall'altro, a favorire la creazione di veicoli di investimento alternativi, in linea con il principio di proporzionalità e con le soluzioni già adottate in altri ordinamenti europei.

Tra i GEFIA autorizzati (sopra-soglia), iscritti nell'albo della Banca d'Italia, rientrano:

- la società di gestione del risparmio (SGR) autorizzata;

- la società di investimento a capitale variabile (SICAV) in gestione interna autorizzata;
- la società di investimento a capitale fisso (SICAF) in gestione interna autorizzata;
- la società di partenariato in gestione interna autorizzata;
- il gestore di fondi europei per gli investimenti a lungo termine (ELTIF);
- il gestore di fondi comuni monetari (FCM);
- il gestore di fondi europei di venture capital (EuVECA) disciplinati ai sensi del Regolamento UE 345/2013;
- il gestore di fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF) disciplinati ai sensi del Regolamento UE 346/2013.

Tra i GEFIA sotto-soglia registrati rientrano invece la SGR sotto-soglia registrata, la SICAF sotto-soglia registrata e la società di partenariato sotto-soglia registrata.

L'introduzione della nuova categoria comporta anche l'abrogazione della disciplina della società di investimento semplice (SIS), modello concepito come FIA di piccole dimensioni, con patrimonio non superiore a 50 milioni di euro e poco utilizzato nella prassi.

Il Decreto legislativo prevede, inoltre, una disciplina transitoria applicabile a tutti i gestori italiani, volta a garantire un ordinato passaggio al nuovo regime dei gestori autorizzati e dei gestori sotto-soglia registrati.

Riformulazione della definizione di SICAV e SICAF

La riforma interviene anche su SICAV e SICAF, in quanto OICR costituiti in forma societaria e, pertanto, dotati di autonoma personalità giuridica, a differenza dei fondi comuni di investimento, che costituiscono patrimoni autonomi privi di personalità giuridica.

In particolare, il Decreto legislativo distingue tra SICAV e SICAF in gestione interna e in gestione esterna, ripristinando così l'impostazione precedente alla Legge Capitali.

Quest'ultimo provvedimento aveva escluso dalle definizioni le società di investimento in gestione esterna, cioè quelle che affidano la gestione del patrimonio a un soggetto terzo. Tale esclusione aveva determinato criticità di coordinamento con la disciplina applicabile agli OICR in forma societaria, anche in materia di antiriciclaggio, di contrasto al finanziamento del terrorismo e di alcune norme tributarie.

Allineamento della disciplina nazionale con riguardo ai gestori di fondi EuVECA ed EuSEF

Il Decreto legislativo prevede l'allineamento della normativa nazionale ai Regolamenti europei relativi ai gestori di fondi EuVECA ed EuSEF, rispettivamente, il Regolamento UE 345/2013 e il Regolamento UE 346/2013.

Tali Regolamenti distinguono, in sintesi, tra gestori autorizzati ai sensi della Direttiva AIFMD e gestori registrati ai sensi della disciplina europea EuVECA ed EuSEF. Questi ultimi, pur operando secondo un regime di registrazione, sono assoggettati a specifici requisiti, ulteriori

rispetto a quelli previsti per i gestori sotto-soglia ordinari, in materia di fondi propri, governance e organizzazione interna.

Il Decreto legislativo interviene quindi sul TUF per coordinare la disciplina nazionale con quella europea, prevedendo l'iscrizione dei gestori italiani di fondi EuVECA ed EuSEF in un apposito registro tenuto dalla Banca d'Italia e l'applicazione, in quanto compatibili, di specifiche disposizioni del TUF e della relativa disciplina attuativa.

La scelta risponde all'esigenza di tenere conto della peculiarità dei gestori EuVECA ed EuSEF, che, pur potendo operare in regime di registrazione, sono soggetti a requisiti europei più articolati rispetto a quelli previsti per i gestori sotto-soglia ordinari. Restano fermi i poteri di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob, secondo le rispettive competenze in materia prudenziale, di trasparenza e correttezza dei comportamenti.

È anche prevista una disciplina transitoria per i gestori di fondi EuVECA ed EuSEF, coordinata con quella dei GEFIA sotto-soglia registrati.

Inclusione delle casse di previdenza tra i clienti professionali di diritto

Tra le misure di maggior rilievo, il Decreto legislativo modifica la definizione di clienti professionali di diritto contenuta nel TUF, prevedendo l'inclusione anche delle casse di previdenza. L'intervento mira a semplificarne l'operatività nei rapporti con gli intermediari e favorire la canalizzazione degli investimenti verso le imprese.

La riforma si pone in continuità con la Legge Capitali, che aveva già incluso le casse di previdenza tra le controparti qualificate e ne completa l'inquadramento prevedendo ora anche l'inclusione tra i clienti professionali di diritto.

Ne consegue, la possibilità per le casse di previdenza di accedere direttamente a servizi e strumenti riservati agli investitori professionali, senza dover di volta in volta ottenere il riconoscimento della qualifica di cliente professionale su richiesta.

Disciplina degli emittenti

La riforma interviene, all'articolo 6, sulla disciplina degli emittenti, prevedendo, tra l'altro, l'introduzione nel TUF di un regime semplificato per gli emittenti di nuova quotazione e, a determinate condizioni, per le PMI quotate, nonché una disciplina del *downlisting*.

Sono inoltre previste misure di semplificazione e di flessibilità in materia di obblighi informativi per le imprese emittenti, modalità di partecipazione e voto in assemblea, composizione e funzionamento degli organi di amministrazione e controllo.

Regime semplificato per emittenti di nuova quotazione e PMI quotate

Tra le misure di maggior rilievo, è prevista l'introduzione nel TUF di un regime semplificato per gli emittenti di nuova quotazione e, a determinate condizioni, per le PMI quotate.

Tale disciplina risponde all'obiettivo, perseguito dalla delega prevista dalla Legge Capitali, di facilitare l'accesso al mercato dei capitali, attraverso una riduzione di costi, l'eliminazione di alcune rigidità della normativa ordinaria e una maggiore valorizzazione dell'autonomia statutaria.

Il regime semplificato è rivolto, in primo luogo, agli emittenti di nuova quotazione, ossia alle società che abbiano deliberato la richiesta di ammissione delle azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano.

La disciplina transitoria chiarisce che il nuovo regime si applica soltanto alle società le cui azioni siano ammesse alla negoziazione a decorrere dall'entrata in vigore del Decreto stesso, previa modifica dello statuto secondo quanto previsto dalla nuova disciplina. In questo modo, accanto al regime ordinario, viene introdotto un percorso più flessibile volto ad accompagnare e favorire l'ingresso delle società nel mercato regolamentato.

Per avvalersi del regime semplificato, le società sono tenute ad adottare, in sede di assemblea straordinaria e prima della presentazione della domanda di ammissione al gestore del mercato, una modifica statutaria che esprima la volontà di aderire alla disciplina speciale. La relativa delibera produce effetti dal primo giorno di negoziazione delle azioni sul mercato.

Viene, inoltre, precisato che, nel caso in cui gli emittenti di nuova quotazione, dopo la prima modifica statutaria di accesso al nuovo regime semplificato, procedano a ulteriori modifiche statutarie in conformità al medesimo regime, ai soci che non abbiano concorso alla relativa approvazione spetti il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile, salvo che tale diritto sia già stato escluso in sede di prima adesione.

L'accesso al nuovo regime è esteso, in via transitoria, anche alle PMI già quotate che, nei tre esercizi precedenti l'entrata in vigore del Decreto legislativo, non abbiano superato una capitalizzazione di mercato di 1 miliardo di euro. Queste società potranno aderire al regime semplificato entro due anni dall'adozione di uno specifico Regolamento Consob², mediante una specifica modifica statutaria, purché il medesimo limite di capitalizzazione non sia superato neppure al momento dell'adesione.

La Consob pubblica e aggiorna sul proprio sito l'elenco delle società che aderiscono al regime semplificato.

Nel complesso, il nuovo regime mira a offrire alle società interessate un quadro normativo più flessibile e meno oneroso rispetto a quello ordinariamente applicabile agli emittenti

² Il Regolamento Consob dovrà essere adottato entro tre mesi dall'entrata in vigore del Decreto.

quotati, semplificando alcuni profili organizzativi e procedurali. L'intervento punta, pertanto, a rendere il mercato italiano più competitivo e la quotazione più accessibile per le imprese.

Le aree su cui interviene, in particolare, riguardano: (i) la nomina degli organi sociali; (ii) le modifiche dello statuto e il diritto di recesso del socio; (iii) le operazioni con parti correlate; (iv) gli obblighi di pubblicazione.

La nomina degli organi sociali

Per le società che accedono al regime semplificato, siano esse emittenti di nuova quotazione o, a determinate condizioni, PMI già quotate, è previsto un assetto più flessibile per la nomina dei membri del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza. In particolare, lo statuto può derogare alla disciplina ordinaria sul voto di lista, ossia al sistema in cui gli azionisti votano liste di candidati, prevedendo anche la votazione di ciascun singolo candidato da parte dell'assemblea, al fine di assicurare anche una rappresentanza delle minoranze. In tal caso, lo statuto deve comunque assicurare il rispetto della disciplina sull'equilibrio tra generi e regolare le modalità di elezione e sostituzione dei componenti in corso di mandato.

Si tratta di una previsione di rilievo, perché interviene su uno dei profili spesso percepiti come più complessi nella fase di accesso al mercato, e supera un meccanismo poco diffuso negli ordinamenti esteri.

Con riferimento agli emittenti di nuova quotazione, è stata inoltre introdotta la possibilità di prevedere che le candidature per la nomina del consiglio di amministrazione possano essere presentate dai soci che detengano, anche congiuntamente, almeno l'1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto, ferma restando la possibilità per lo statuto di prevedere una soglia inferiore, ma in ogni caso non superiore a tale limite.

Le modifiche dello statuto e il diritto di recesso del socio

Per le società che accedono al regime semplificato, la riforma introduce maggiore flessibilità anche con riguardo alle modifiche statutarie.

Lo statuto può infatti prevedere che le deliberazioni siano approvate, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato nell'assemblea straordinaria. Questa possibilità non si applica però alle società che abbiano emesso azioni a voto plurimo o maggiorato, per le quali continua a valere la disciplina ordinaria.

La norma interviene inoltre sul diritto di recesso, limitandone l'applicazione in alcuni casi, con l'obiettivo di evitare che esso possa ostacolare o rendere più oneroso il percorso di accesso al mercato dei capitali.

Le operazioni con parti correlate

La riforma introduce maggiore flessibilità nelle operazioni con parti correlate, vale a dire nelle operazioni concluse con soggetti che presentano legami qualificati con la società, come soci rilevanti, amministratori o società del gruppo. In particolare, lo statuto può escludere, in tutto o in parte, l'applicazione delle procedure previste dalla disciplina sulle operazioni con parti correlate, nei limiti consentiti dalla nuova disciplina, con l'obiettivo di ridurre oneri e rigidità della normativa.

Tale possibilità non riguarda le operazioni di maggiore rilevanza, per le quali almeno uno degli indici quantitativi stabiliti dalla Consob risulti superiore alla soglia del 10%. Per queste operazioni continuano a valere le procedure regolamentari ordinarie.

Restano inoltre fermi gli specifici obblighi informativi, secondo cui gli organi delegati dovranno riferire almeno semestralmente al consiglio di amministrazione sulle operazioni escluse, in tutto o in parte, dalle procedure ordinarie, e dovranno comunque essere fornite in bilancio le informazioni previste dalla normativa.

Obblighi di pubblicazione

Limitatamente agli emittenti di nuova quotazione, è prevista la facoltà, dalla data di adesione al nuovo regime, di non assolvere ad alcuni obblighi di pubblicazione previsti per gli emittenti quotati, e in particolare:

- la pubblicazione delle informazioni regolamentate (bilanci e relazioni finanziarie periodiche, comunicazioni rilevanti *price sensitive*) sui giornali quotidiani nazionali ai sensi dell'articolo 113-ter, comma 3, del TUF;
- la pubblicazione per estratto sui giornali quotidiani dell'avviso di convocazione dell'assemblea ai sensi dell'articolo 125-bis, comma 1, del TUF.

Downlisting

La riforma interviene, altresì, sull'articolo 133 del TUF, con l'obiettivo di favorire il trasferimento delle negoziazioni dai mercati regolamentati italiani ai sistemi multilaterali di negoziazione (*downlisting*), inclusi i mercati di crescita per le PMI, italiani o di altri paesi dell'Unione europea, così da offrire un'alternativa al *delisting* completo delle azioni.

In particolare, le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani potranno richiedere il trasferimento delle negoziazioni dei propri strumenti finanziari su un sistema multilaterale di negoziazione, a condizione che siano rispettati specifici presidi a tutela degli investitori. In particolare:

- il trasferimento dovrà essere deliberato dall'assemblea straordinaria almeno due mesi prima della data prevista per l'operazione, secondo le maggioranze che saranno stabilite dalla Consob in un apposito regolamento, fermo restando il diritto di recesso, previsto all'articolo 2437-*quinquies* del codice civile, in favore dei soci che non abbiano concorso alla deliberazione;

- il gestore del mercato regolamentato di provenienza dovrà accertare che il sistema multilaterale di negoziazione di destinazione garantisca un livello di tutela equivalente a quello previsto dal TUF in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio, secondo i criteri che saranno definiti dalla Consob;
- la società dovrà assicurare, almeno due mesi prima della data prevista per il trasferimento, la diffusione di informazioni chiare sulle ragioni e sulle conseguenze dell'operazione per gli investitori, secondo le modalità stabilite dalla Consob.

È inoltre previsto che gli emittenti di nuova quotazione che abbiano aderito al regime semplificato, descritto nel precedente paragrafo, possano conservare le modifiche statutarie anche in caso di successivo trasferimento della negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione italiano o dell'Unione europea, a condizione che tali modifiche siano compatibili con il mercato di destinazione e le azioni siano state negoziate su un mercato regolamentato per almeno tre anni continuativi.

Il Decreto legislativo prevede che la Consob adotti le disposizioni attuative in materia di *downlisting* entro dodici mesi dal 29 aprile 2026.

Semplificazione degli obblighi informativi degli emittenti

Il Decreto interviene anche sugli obblighi informativi degli emittenti, con l'obiettivo di ridurre oneri e semplificare gli adempimenti.

In particolare, viene favorito l'uso della lingua inglese nelle comunicazioni regolamentate degli emittenti, secondo modalità che saranno definite dalla Consob, al fine di ridurre i costi della quotazione.

Inoltre, viene coordinata la disciplina nazionale con il Punto di accesso unico europeo (ESAP), previsto dal Regolamento UE 2858/2023, per facilitare la circolazione delle informazioni, anche in favore delle Autorità di Vigilanza.

Sono previste semplificazioni in materia di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. La facoltà della Consob di prevedere soglie iniziali inferiori a quelle ordinarie – fissate al 3% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto ovvero al 5% nel caso di emittenti PMI – viene circoscritta a casi eccezionali e per un periodo di tempo limitato.

Il Decreto legislativo interviene inoltre sulla disciplina delle partecipazioni reciproche o incrociate, in ottica di semplificazione. In particolare, viene abrogata una disposizione nazionale introdotta per prevenire i cosiddetti incroci "triangolari", che non trovava riscontro nella disciplina europea e che poteva ostacolare alleanze strategiche e processi di aggregazione tra imprese.

In particolare, la disposizione impediva alcuni incroci partecipativi tra società quotate: se un soggetto deteneva una partecipazione rilevante in una società quotata, superiore al 5 per cento o al 10 per cento nel caso di emittenti PMI, quest'ultima e la sua controllante non potevano acquisire, in un'altra società quotata controllata dallo stesso soggetto, una partecipazione superiore alle medesime soglie.

Relazione sul governo societario e relazione sulla politica di remunerazione

Con riguardo alla relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari, il Decreto integra l'articolo 123-*bis* del TUF, prevedendo che essa contenga anche informazioni sulle politiche relative a: (i) l'impiego delle nuove tecnologie negli assetti amministrativi, organizzativi e contabili, con particolare riferimento ai sistemi di intelligenza artificiale; (ii) la gestione e il monitoraggio dei relativi rischi informatici, tra cui i rischi di sicurezza cibernetica e i rischi derivanti dall'integrazione delle nuove tecnologie.

Le nuove informazioni dovranno essere inserite nelle relazioni sul governo societario del 2027, riferite all'esercizio in corso al 29 aprile 2026.

Con riguardo alla relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, il Decreto modifica l'articolo 123-*ter* del TUF, in coerenza con le previsioni della Direttiva UE 828/2017. L'intervento mira a semplificare la disciplina ed eliminare alcune forme di *goldplating*.

In particolare, la politica di remunerazione si applica anche ai dirigenti con responsabilità strategiche salvo diversa previsione statutaria (c.d. *opt out*). Le informazioni relative a tali dirigenti, quando inserite nella relazione, devono essere fornite sempre in forma aggregata, venendo meno il potere della Consob di individuare i casi in cui esse devono essere pubblicate in forma nominativa. Per le stesse ragioni, viene espunto il riferimento alle società collegate, facendo venire meno l'obbligo di fornire informazioni anche sui compensi da esse corrisposti.

Inoltre, viene confermato il voto vincolante sulla politica di remunerazione ma aprendo alla possibilità che lo statuto disponga diversamente, optando per un voto solo consultivo. Infine, viene consentito alla Consob di differenziare il livello di dettaglio della *disclosure* sui compensi corrisposti, non solo in funzione della dimensione della società, ma anche del sistema di amministrazione e controllo adottato.

Tali modifiche saranno operative a decorrere dalla data prevista dalle disposizioni attuative della Consob, che dovranno essere emanate entro nove mesi dall'entrata in vigore del Decreto legislativo.

Modalità alternative di svolgimento delle assemblee

La riforma introduce nel TUF il nuovo articolo 125-*bis.1*, che consente all'organo amministrativo, anche in assenza di espressa previsione statutaria, di determinare le modalità di svolgimento delle assemblee. A tal fine, l'organo amministrativo dovrà adottare un apposito regolamento, adeguatamente pubblicizzato.

In particolare, l'assemblea potrà svolgersi anche in modalità alternative alla riunione in presenza, ossia esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione o per il tramite del rappresentante designato, oppure con il voto per corrispondenza o in via elettronica.

La disciplina prevede inoltre specifiche garanzie a tutela degli azionisti.

Da un lato, lo statuto o il regolamento del consiglio di amministrazione possono stabilire una soglia minima di partecipazione alla discussione in assemblea, non superiore allo 0,5 per

mille del capitale sociale, fermo restando il diritto dei soci di presentare proposte e porre domande nei termini previsti dal TUF. Dall'altro, quando l'assemblea sia prevista esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione o tramite il rappresentante designato, i soci titolari, anche congiuntamente, di almeno un ventesimo del capitale sociale con diritto di voto possono richiedere, che l'assemblea si svolga in presenza.

La disciplina si applica anche alle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione.

Inoltre, si consente anche alle società cooperative di prevedere, mediante opzione statutaria, la partecipazione all'assemblea tramite rappresentante designato.

Le nuove disposizioni si applicano alle assemblee da svolgersi successivamente al 30 settembre 2026.

Diritti dei soci

Il Decreto modifica il TUF anche con riferimento all'esercizio dei diritti dei soci nella fase pre-assembleare, riducendo i termini per l'integrazione dell'ordine del giorno.

In particolare, le modifiche all'articolo 126-*bis* del TUF prevedono che la richiesta di integrazione dell'ordine del giorno con ulteriori argomenti possa essere presentata entro 3 giorni (prima della riforma, entro 10 giorni) dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione, ridotti a 2 giorni nei casi di convocazione urgente previsti dal TUF.

Il termine entro il quale la società deve comunicare al mercato tali integrazioni è fissato in 8 giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione, ridotti a 5 nei casi di convocazione urgente previsti dal TUF.

Resta invece fermo a 10 giorni dalla pubblicazione dell'avviso il termine per la presentazione di proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno, ridotto a 7 giorni nei casi di convocazione urgente.

Sia la richiesta di integrazione dell'ordine del giorno sia la presentazione di proposte su punti già inclusi restano subordinate al possesso, anche congiunto, di almeno un quarantesimo del capitale sociale. Viene, invece, eliminata la facoltà del singolo socio di presentare proposte di deliberazione direttamente in assemblea.

Il Decreto interviene anche sull'articolo 127-*ter*, prevedendo che, qualora l'assemblea si svolga esclusivamente tramite il rappresentante designato, il diritto di porre domande possa essere esercitato solo prima dell'assemblea e che la società fornisca risposta almeno tre giorni prima dell'adunanza.

Le nuove disposizioni si applicano alle assemblee da svolgersi successivamente al 30 settembre 2026.

Infine, tramite modifiche agli articoli 127-*quinquies* e 127-*sexies* del TUF, si interviene con l'obiettivo di sterilizzare l'efficacia dei diritti di voto maggiorato e plurimo per le delibere di competenza dell'assemblea straordinaria relative a: (i) operazioni di fusione che comportino il *delisting*; (ii) il trasferimento della sede sociale all'estero; (iii) l'acquisto totalitario delle

azioni ai sensi del nuovo articolo 112-*bis* del TUF, di cui si tratterà in seguito; (iv) le operazioni che determinino l'esclusione dalle negoziazioni sul mercato regolamentato italiano; (v) *downlisting*.

Composizione e funzionamento degli organi sociali

Il Decreto legislativo introduce nel TUF, con l'articolo 147-*bis*.1, una norma di principio applicabile a tutte le società quotate, che prevede che gli organi di amministrazione e controllo siano eletti secondo modalità, previste dallo statuto, volte a promuovere professionalità, rappresentatività e diversità di composizione collettiva del consiglio. Le previsioni statutarie devono essere adottate in tempo utile per le nomine delle cariche sociali da effettuarsi o rinnovarsi nel 2027.

Con riferimento all'organo di amministrazione, viene specificato che: la decadenza dell'amministratore che perde i requisiti di indipendenza interviene solo se il numero residuo di consiglieri indipendenti non sia sufficiente ad assicurare il rispetto delle disposizioni di legge e di statuto; l'amministratore che perde i requisiti di onorabilità è dichiarato decaduto dalla carica; in caso di amministratore persona giuridica, la Consob ha il potere di prevedere modalità di applicazione dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, nonché delle quote di genere. Inoltre, vengono chiarite le competenze tra consiglio di amministrazione, organi delegati, comitato preposto e amministratore incaricato nell'ambito del sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

Più numerose sono le modifiche concernenti la disciplina dell'organo di controllo e che interessano:

- composizione (in particolare, in ordine alle quote di genere, viene specificato che si applica il rapporto di 1/3 se l'organo di controllo è composto da tre soggetti e di 2/5 in tutti gli altri casi; in ordine alle cause di incompatibilità, in linea con la speculare modifica al codice civile, vengono previsti una semplificazione per gli affini, un adeguamento per i conviventi e la legittimazione del sindaco c.d. di gruppo; in ordine ai requisiti di indipendenza, l'indicazione viene rimessa al decreto ministeriale che stabilisce altresì i requisiti di onorabilità e professionalità);
- modalità di nomina (in particolare, si rinvia a un regolamento Consob per l'elezione con il voto di lista per collegio sindacale e consiglio di sorveglianza e si prevedono disposizioni relative a nomina e presidenza del comitato per il controllo sulla gestione);
- doveri (in particolare, prevedendo la vigilanza sul corretto funzionamento dell'organo amministrativo e, segnatamente, sulla diligente osservanza di regole istruttorie, procedurali e decisionali di best practice e sul concreto funzionamento dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato, ivi compreso il sistema di controllo interno di gestione dei rischi e il coordinamento delle sue funzioni; estendendo la comunicazione alla Consob, non solo alle irregolarità gestorie, ma anche agli atti e fatti illegittimi riscontrati; riconoscendo la possibilità di adottare sistemi di monitoraggio continuo e strumenti di controllo automatici e predittivi, purché adeguati e proporzionali);

- poteri (in particolare, uniformando i poteri di ispezione e convocazione assembleare per tutti e tre i sistemi di governance);
- responsabilità (derogando all'attuale regime di responsabilità ex articolo 2407, co. 2, c.c. – che ha definito ex ante l'ammontare massimo risarcibile dai sindaci correlandolo a scaglioni di compenso – attraverso una previsione simile a quella previgente secondo cui i membri del collegio sindacale sono responsabili solidalmente con gli amministratori, quando il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità ai propri doveri inerenti il loro incarico; previsione che si applica anche alle società con azioni ammesse alle negoziazioni su sistemi multilaterali di negoziazione).

Disciplina dei tre modelli alternativi di amministrazione e controllo

Il Decreto legislativo introduce, all'articolo 9, modifiche al codice civile, volte a reimpostare la disciplina dei tre modelli alternativi di amministrazione e controllo – tradizionale, dualistico e monistico – delle società per azioni, al fine di assicurare una maggiore distinzione tra gli stessi e, quindi, favorirne la scelta da parte delle società.

L'obiettivo dichiarato è rafforzare l'attrattività delle società italiane, rendendo i sistemi di governance più facilmente riconoscibili anche da parte degli investitori esteri.

In linea con tale obiettivo, il modello tradizionale non viene più configurato come modello applicabile di *default* in assenza di specifiche previsioni statutarie. La tipologia di modello da adottare dovrà essere espressamente prevista nello statuto.

A questo proposito, sono previste:

- una disciplina generale, accorpando in un'unica sezione le disposizioni generali concernenti amministratori e organi di controllo, applicabili a tutti i modelli di *governance*;
- disposizioni specifiche per ciascuno di essi, distinguendoli in sistema con collegio sindacale, sistema con consiglio di sorveglianza e sistema con comitato per il controllo sulla gestione.

Pertanto, viene eliminata la nomenclatura precedente e, ai fini della distinzione, viene dato rilievo all'organo cui compete la funzione di controllo.

In particolare, la funzione di amministrazione è attribuita a uno o più amministratori e viene identificata con la gestione e l'organizzazione dell'impresa, ivi compresa l'istituzione dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile.

La funzione di controllo può essere attribuita a un collegio sindacale, a un consiglio di sorveglianza o a un comitato per il controllo sulla gestione interno al consiglio di amministrazione e, in tutti e tre i casi, si articola nella vigilanza: su osservanza della legge e dello statuto; rispetto dei principi di corretta amministrazione, che nelle società quotate diviene vigilanza sul corretto funzionamento dell'organo amministrativo (v. sopra);

adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, ivi compreso il sistema di controllo interno e gestione dei rischi e il coordinamento delle sue funzioni.

Ne deriva che molte nuove disposizioni ripropongono, con opportuni adattamenti, la disciplina vigente; altre introducono modifiche di coordinamento con quelle apportate al TUF.

Le disposizioni innovative sono circoscritte a un numero limitato e tra le altre novità in tema di responsabilità degli amministratori, vengono esclusi dalla responsabilità solidale verso la società quelli non esecutivi che abbiano fatto ragionevole affidamento sulle informazioni ricevute in consiglio e viene precisato che l'inosservanza del divieto di utilizzare a vantaggio proprio o di terzi informazioni apprese nell'esercizio dell'incarico può comportare, oltre al risarcimento dei danni, anche la revoca dell'amministratore.

Appello al pubblico risparmio

La riforma, all'articolo 5, introduce modifiche in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte pubbliche di acquisto (OPA) e alle offerte al pubblico di titoli.

Le modifiche sono volte, da un lato, ad aumentare la competitività del mercato dei capitali, riconoscendo maggiore spazio alle istanze del mercato, dall'altro, a semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, anche attraverso l'eliminazione di varie ipotesi di *goldplating* presenti nell'ordinamento nazionale.

Tra le principali novità, si prevede la definizione di una soglia unica pari al 30% per l'obbligo di OPA totalitaria e l'introduzione di una nuova procedura di acquisto totalitario delle azioni.

Le modifiche alla disciplina dell'OPA obbligatoria e da consolidamento

Il Decreto legislativo interviene, modificando l'articolo 106 del TUF, su due aspetti principali della disciplina delle OPA: (i) da un lato, sulle soglie che determinano l'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria o un'OPA da consolidamento; (ii) dall'altro, sul periodo da considerare per determinare il prezzo dell'OPA obbligatoria.

In particolare, viene superato il previgente sistema di soglie differenziate per l'insorgere dell'obbligo di un'OPA totalitaria³. La riforma prevede infatti una soglia unica del 30%. Tale scelta è coerente con quanto previsto in numerosi altri ordinamenti europei.

³ Prima della riforma operavano diverse soglie. Per le PMI, lo statuto poteva prevedere una soglia diversa da quella ordinaria del 30%, purché compresa tra il 25% e il 40%. Per le società diverse dalle PMI, l'obbligo di OPA era obbligatorio al superamento del 25%, in assenza di un altro socio titolare di una partecipazione più alta.

La riforma riduce, inoltre, da 12 a 6 mesi il periodo rilevante ai fini della determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria, con l'obiettivo di ridurre il costo dell'acquisizione del controllo.

Ne consegue che il prezzo dell'offerta deve essere almeno pari al prezzo più elevato pagato dall'offerente, o dai soggetti che agiscono di concerto con lui, nei 6 mesi precedenti alla comunicazione di lancio dell'offerta, per acquisti di titoli della stessa categoria. In assenza di acquisti a titolo oneroso in tale periodo, il prezzo non può essere inferiore al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi 6 mesi, o del minor periodo disponibile.

Sono anche previste modifiche alla disciplina dell'OPA da consolidamento, ossia l'OPA obbligatoria che scatta quando un soggetto ha già una partecipazione rilevante in una società quotata e la rafforza tramite ulteriori acquisti. In particolare, la riforma innalza la soglia degli ulteriori acquisiti portandola dal 5% al 10% dei diritti di voto complessivi.

Infine, viene ampliato il novero delle esenzioni dall'obbligo di OPA totalitaria o da consolidamento. Alle operazioni di fusione e scissione, già incluse, si aggiungono espressamente i conferimenti in natura, in quanto considerati operazioni economicamente e funzionalmente analoghe.

La procedura di acquisto totalitario delle azioni

La riforma introduce nel TUF il nuovo articolo 112-*bis*, che disciplina una procedura di acquisto totalitario delle azioni su autorizzazione dei soci.

Si tratta di un meccanismo ispirato allo *scheme of arrangement*, tipico dei sistemi anglosassoni, volto ad avvicinare l'ordinamento italiano alle prassi internazionali.

La nuova disciplina consente all'assemblea straordinaria della società di approvare un'operazione che permetta a un soggetto, individuato dal consiglio di amministrazione, di acquistare tutte le azioni dell'emittente.

Il corrispettivo previsto per l'operazione può essere esclusivamente in denaro e non può essere inferiore:

- alla media ponderata dei prezzi di chiusura delle azioni nei 6 mesi precedenti alla comunicazione del potenziale acquirente;
- oppure, se superiore, al prezzo più elevato pagato dall'acquirente, o dai soggetti che agiscono di concerto con lui, per acquisti effettuati nello stesso periodo.

L'operazione deve essere approvata dall'assemblea straordinaria con il voto favorevole di almeno il 75% del capitale rappresentato in assemblea. È inoltre richiesto il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi da: (i) il socio che ha presentato la proposta e i soggetti che agiscono di concerto con lui, se già fanno parte dell'azionariato; (ii) il socio, o i soci, che detengono da soli o congiuntamente una partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore a un decimo del capitale sociale.

Il Decreto legislativo prevede che la Consob adotti le disposizioni attuative della nuova procedura entro dodici mesi dal 29 aprile 2026.

Documento di offerta in inglese e nuova disciplina della sospensione dei termini di approvazione

Il Decreto legislativo modifica l'articolo 102 del TUF, introducendo il nuovo comma 3-bis, che prevede che il documento di offerta debba essere redatto in un formato leggibile in via automatizzata.

Inoltre, per prepararlo, l'offerente potrà scegliere di usare, in alternativa all'italiano, la lingua inglese, comunemente utilizzata nella finanza internazionale. In questo caso, però, dovrà comunque essere predisposta una nota di sintesi in italiano.

La norma interviene anche sul procedimento di approvazione del documento di offerta. In particolare, si dispone che la Consob possa sospendere i termini di approvazione non più in caso di semplice richiesta di informazioni aggiuntive, ma solo in presenza di gravi carenze informative. È inoltre stabilito che, qualora prima dell'approvazione del documento siano necessarie autorizzazioni previste da normative di settore, il termine per l'approvazione da parte della Consob sia elevato da 5 a 10 giorni dalla comunicazione delle stesse.

La regola del “put up or shut up”

Nell'ambito delle modifiche all'articolo 102 del TUF, viene introdotta la regola di tipo “*put up or shut up*”, simile a quella già presente nei paesi anglosassoni.

In particolare, in presenza di notizie o indiscrezioni relative alla preparazione o alla promozione di un'offerta (i cosiddetti “*rumors*”) sui titoli di un emittente, la Consob può fissare un termine entro il quale il potenziale acquirente è tenuto a chiarire le proprie intenzioni, al fine di ridurre l'incertezza sul mercato e prevenire fenomeni speculativi.

Se il potenziale offerente dichiara di non voler procedere, oppure non si pronuncia entro il termine fissato, lo stesso non potrà lanciare un'offerta sui titoli dell'emittente nei 12 mesi successivi.

Riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza

La riforma introduce, agli articoli 1 e 2, alcuni interventi di riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza e di semplificazione dei procedimenti autorizzativi, con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi a carico degli operatori e garantire una maggiore efficienza del sistema di supervisione.

Nuove modalità di interlocuzione tra i partecipanti al mercato e le Autorità di vigilanza

Il nuovo articolo 3-bis del TUF definisce le modalità di interlocuzione tra i partecipanti al mercato e le Autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Consob), per la valutazione preventiva di specifiche situazioni che possano comportare violazioni di disposizioni oggetto di vigilanza, nonché per l'eventuale pubblicazione di tali quesiti e delle relative risposte (*cooperative compliance*).

Razionalizzazione della vigilanza e modifiche ai pareri preventivi

La riforma ridistribuisce in modo più chiaro le competenze tra Banca d'Italia e Consob.

In particolare, mediante modifiche agli articoli 5, comma 2, e 13, comma 6, del TUF, viene affidata alla Banca d'Italia la competenza esclusiva sulla valutazione dei requisiti dei soci e degli esponenti degli intermediari in quanto attinenti a profili di sana e prudente gestione. Alla Consob è invece attribuita la competenza esclusiva in materia di commercializzazione e pre-commercializzazione di fondi comuni di investimento.

La riforma interviene, inoltre, sui procedimenti autorizzativi, eliminando alcuni pareri preventivi obbligatori. A titolo di esempio, viene modificato il comma 6 dell'articolo 28 del TUF, che disciplina l'operatività in Italia di imprese di paesi terzi diverse dalle banche, per sopprimere la necessità del parere della Banca d'Italia alla Consob nei casi di libera prestazione di servizi e attività di investimento a controparti qualificate o investitori professionali.

Introduzione della promozione dell'educazione finanziaria e dello sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati tra i principi dell'attività di vigilanza

La riforma modifica gli articoli 5 e 6 del TUF, introducendo, tra i principi dell'attività di vigilanza, la promozione dell'educazione finanziaria e dello sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati.

Con riguardo all'educazione finanziaria, viene espressamente riconosciuto un ruolo determinante alla Banca d'Italia, alla Consob e, per il loro tramite, agli intermediari finanziari. In questo modo, sono ulteriormente rafforzate le previsioni già previste dalla Legge Capitali, che ha introdotto nelle scuole, nell'ambito dei programmi di educazione civica, l'insegnamento dell'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale.

Come chiarito nella relazione illustrativa del Decreto legislativo, la promozione dello sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati va intesa in due sensi: da un lato, la promozione dello sviluppo sostenibile sotto un profilo finanziario a tutela degli investitori e della stabilità e buon funzionamento dei mercati, dall'altro – e in una prospettiva di lungo termine – la sostenibilità ambientale e sociale delle attività delle imprese e dei mercati in cui operano.

Abrogazione della disciplina in materia di interlocking

Viene prevista, all'articolo 8, l'abrogazione integrale dell'articolo 36 del Decreto legge 201/2011, che aveva introdotto in Italia il cosiddetto “divieto di *interlocking*”, ossia il divieto per i titolari di cariche gestionali, di sorveglianza o di controllo, nonché per i dirigenti di vertice, di cumulare incarichi in imprese concorrenti nei settori bancario, assicurativo e finanziario. L'abrogazione è volta a ridurre gli oneri di *compliance* a carico degli intermediari finanziari.

Semplificazione della disciplina dei mercati

Il Decreto legislativo introduce, all'articolo 4, misure di semplificazione in materia di disciplina dei mercati.

In particolare, per ragioni di chiarezza normativa, viene modificato il comma 3 dell'articolo 64 del TUF per specificare espressamente la regola, derivante dalla normativa europea di settore, in base alla quale il gestore del mercato regolamentato mantiene su base continuativa l'autonomia organizzativa e decisionale rispetto alle funzioni che caratterizzano tipicamente l'attività oggetto di autorizzazione.

Inoltre, tra le altre misure, si interviene sugli articoli 64-*quater* e 65-*bis* del TUF, al fine di introdurre procedure più flessibili per le modifiche ai regolamenti dei mercati regolamentati e dei sistemi alternativi di negoziazione. La maggiore flessibilità si applica anche ai progetti di modifica delle disposizioni tecniche di attuazione.

Si modifica, altresì, l'articolo 62-*sexies* del TUF per meglio riflettere le competenze della Consob e dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (ARERA) e per semplificare l'adozione dei provvedimenti della Consob sui mercati regolamentati di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica e il gas, con riferimento ai quali si elimina la necessità per la Consob di acquisire l'intesa o il parere dell'ARERA.

Allo stesso tempo, si prevede che l'ARERA, nell'esercizio dei propri compiti di vigilanza, segnali alla Consob eventuali criticità relative ai mercati regolamentati per la negoziazione di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica e il gas e si rimodula in modo corrispondente anche il contenuto dell'informativa dell'ARERA al Ministero delle Imprese e del Made in Italy.