

RIFORMA DEL TUF: LE PRINCIPALI NOVITÀ PER GLI EMITTENTI

20 ottobre 2025

AUTORI

Andrea Massimo Maroni

Partner



Marco Pontiggia

Associate



Gabriel Zurlo Sconosciuto

Associate



Il Governo ha approvato la bozza di decreto legislativo di riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali, finalizzato all'aggiornamento del D.Lgs.58/1998 (c.d. Testo Unico della Finanza, "TUF") e che interviene anche su alcune disposizioni centrali del codice civile di natura societaria. La riforma – in attesa della prevista revisione anche del sistema sanzionatorio e della sottoposizione della bozza all'iter parlamentare – mira in particolare a semplificare la disciplina degli emittenti quotati e rendere il mercato dei capitali più attrattivo, intervenendo su temi cruciali come l'OPA, la governance, l'informativa societaria, le assemblee, la mobilità tra mercati e prevedendo rilevanti semplificazioni per le società neo-quotate e le PMI. Di seguito vengono riportate in estrema sintesi le principali novità con riferimento alle modifiche al TUF.



OFFERTE PUBBLICHE: SOGLIE, CORRISPETTIVO, STRUMENTI E POTERI DELLA CONSOB

- Restaurata la soglia unica al 30% per l'OPA obbligatoria totalitaria. In ottica di allineamento con gli altri ordinamenti europei, resterà la sola soglia OPA al 30% del capitale sociale (o dei diritti di voto), poiché si prevede di abrogare le disposizioni introdotte una decina di anni fa che avevano introdotto (i) la soglia del 25% per le società diverse dalle PMI (queste ultime come definite dal TUF e oggi individuate nelle società con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di Euro) e (ii) la facoltà per le PMI di prevedere in statuto una soglia OPA tra il 25% e il 40%.
- Corrispettivo. Il periodo di riferimento per il calcolo del corrispettivo minimo dell'OPA obbligatoria viene ridotto da 12 a 6 mesi.
- OPA da consolidamento. Per chi già detiene tra il 30% e il 50% del capitale o dei diritti voto, è ampliata dal 5% al 10% la percentuale di incremento annuale senza incorrere nell'obbligo di OPA.
- Squeeze-out. La soglia per l'esercizio del "diritto di acquisto" (c.d. squeeze-out) viene ridotta al 90% (in luogo del 95%).
- "Put up or shut up" sui rumours. In presenza di notizie o indiscrezioni su una possibile OPA, la Consob potrà fissare un termine entro cui il potenziale offerente



deve dichiarare se intende promuovere l'offerta; in caso di risposta negativa o mancata risposta, scatta l'inibizione per 12 mesi a promuovere OPA sull'emittente interessato.

- Acquisto totalitario su autorizzazione dell'assemblea. Si introduce una procedura di cessione di tutte le azioni dell'emittente a un acquirente individuato dall'organo amministrativo, senza obbligo di OPA e previa delibera dell'assemblea straordinaria (e con il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dall'acquirente e dai relativi concertisti nonché da chi detenga una partecipazione di maggioranza anche relativa superiore al 10% - c.d. *whitewash*).
- Concerto. Viene eliminato il concetto di "mantenimento" del controllo tra le finalità rilevanti della cooperazione ai fini della definizione di "persone che agiscono di concerto". Inoltre, le presunzioni assolute di "concerto" sono sostituite da presunzioni relative, con possibilità dunque per gli interessati di fornire prova contraria.

ASSEMBLEE, DIRITTI DELLE MINORANZE E RIDUZIONE ONERI DI PUBBLICAZIONE

- Modalità di svolgimento dell'assemblea. L'organo amministrativo potrà stabilire, anche in assenza di espressa previsione statutaria e con il voto favorevole della maggioranza dei consiglieri indipendenti nonché previa approvazione di un regolamento, che l'assemblea si svolga esclusivamente tramite mezzi di telecomunicazione o con intervento e voto solo tramite il c.d. "rappresentante designato". Inoltre, potrà essere previsto il voto per corrispondenza o in via elettronica.

Lo statuto o il predetto regolamento potranno stabilire, in caso di adunanza in luogo fisico o intervento mediante mezzi di telecomunicazione, una soglia individuale di possesso azionario, comunque non superiore all'uno per mille del capitale sociale, cui subordinare la partecipazione alla discussione in assemblea. Se lo statuto o la delibera di convocazione stabiliscono che l'assemblea si svolga tramite mezzi di telecomunicazione o il rappresentante designato, i soci che detengono almeno un ventesimo del capitale sociale con diritto di voto sulle materie all'ordine del giorno (o una quota inferiore prevista dallo statuto) possono in ogni caso richiedere, entro cinque giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione, che l'assemblea si svolga in luogo fisico.

- Diritti delle minoranze. Viene eliminato il diritto individuale del singolo socio di presentare proposte di delibera in assemblea. Resta la facoltà, per soci rappresentanti almeno 1/40 del capitale, di richiedere integrazioni dell'ordine del giorno e di presentare proposte; i termini vengono rimodulati al fine di consentire la presentazione di proposte di delibera sui punti che figurano all'ordine del giorno ad esito di una integrazione.



- Eliminazione degli obblighi di pubblicazione sui quotidiani. Viene abrogato l'obbligo di pubblicazione sui quotidiani sia delle informazioni regolamentate sia dell'avviso di convocazione assembleare; i canali informatici diventano vettore esclusivo.

GOVERNANCE: ORGANI, CONTROLLI E DISCLOSURE

- Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Una nuova disposizione mira a chiarire le competenze all'interno dell'organo amministrativo in materia di controllo interno e gestione dei rischi, precisando innanzitutto che è di competenza degli organi delegati la cura dell'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Tale norma dispone inoltre che costituisce compito del consiglio di amministrazione valutare e coordinare le funzioni coinvolte nel sistema di controllo dei rischi, e che deve essere assicurata la rappresentazione unitaria dei rischi ai quali la società risulta esposta, tenuto conto delle dimensioni e della natura dell'impresa in questione (funzione quest'ultima attribuita al comitato controllo e rischi o all'amministratore a cui è attribuita tale funzione).

- Organo di controllo. Riformati i doveri dell'organo di controllo: tra l'altro, il riferimento al "rispetto dei principi di corretta amministrazione" viene sostituito dalla vigilanza sul corretto funzionamento dell'organo amministrativo e in particolare sulla diligente osservanza delle regole istruttorie, procedurali e decisionali elaborate dalle migliori prassi.

Inoltre, la controversa norma sulla segnalazione di irregolarità alla Consob prevede ora che tale obbligo di segnalazione riguardi gli "atti o i fatti accertati" dall'organo di controllo nell'ambito delle sue funzioni di vigilanza che "possano costituire" una irregolarità o una violazione della legge o dello statuto.

Al contempo, in virtù della specialità del ruolo del collegio sindacale delle società quotate, si esclude la limitazione di responsabilità dei sindaci di recente introdotta nel codice civile.

- Utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale (IA). Alla luce dell'utilizzo sempre più diffuso di sistemi di intelligenza artificiale, si prevede che qualora tali sistemi siano adottati ai fini del controllo interno, essi devono essere adeguati e proporzionati alla natura e alle dimensioni dell'impresa e ai rischi ai quali essa è esposta, con l'intenzione di chiarire che l'ingresso dell'IA nell'organizzazione aziendale ha ricadute sulla responsabilità relativa all'implementazione e mantenimento di adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili.
- Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari. Viene aggiunta in tale relazione anche la rappresentazione relativamente a politiche tecnologiche, uso



di intelligenza artificiale negli assetti amministrativi, organizzativi e contabili e rischi informatici (in coerenza con i Regolamenti UE c.d. *AI Act* e *DORA*).

- Politica di remunerazione. In ottica di semplificazione, si propone di confermare il voto vincolante sulla politica di remunerazione, aprendo tuttavia alla possibilità che lo statuto sociale disponga diversamente, optando per il voto consultivo (c.d. *opt-out*). Sempre in ottica *opt-out*, lo statuto potrà inoltre escludere l'estensione della politica di remunerazione ai dirigenti con responsabilità strategiche. Inoltre, le informazioni su tali soggetti saranno in ogni caso da fornirsi sempre in forma aggregata (anziché in forma nominativa come accade per diversi emittenti).

MOBILITÀ TRA MERCATI

- Downlisting. Si introduce una disciplina per il passaggio dal mercato regolamentato a sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) come il mercato Euronext Growth Milan, funzionale a conseguire una riduzione degli oneri di *compliance* e organizzativi ed anche come alternativa al più drastico c.d. "*delisting*".

REGIME SPECIALE PER EMITTENTI DI NUOVA QUOTAZIONE E PER PMI (*OPT-IM*)

Il regime speciale potrà essere adottato volontariamente al fine di avere una *governance* più snella, ed è pensato per favorire le nuove quotazioni nonché per le PMI già quotate (capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di Euro).

- Chi e quando. Gli emittenti di nuova quotazione potranno modificare i relativi statuti per avvalersi del nuovo regime prima della domanda di ammissione alle negoziazioni, con effetto dal primo giorno di ammissione, e con diritto di recesso dei soci che non approvino la relativa delibera (e facoltà di modificare ulteriormente lo statuto in conformità alla nuova disciplina anche successivamente all'ammissione alla negoziazione).

Le PMI già quotate potranno aderire al nuovo regime entro due anni dall'entrata in vigore della normativa di attuazione, con delibere di modifica dei propri statuti assunte anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10% (c.d. *whitewash*).

Per garantire la conoscibilità delle società che decideranno di aderire al nuovo regime, si prevede che la Consob pubblichi e aggiorni tempestivamente, tramite il proprio sito *internet*, l'elenco delle stesse.



Inoltre, le società che abbiano aderito alla nuova disciplina e abbiano successivamente deliberato un *downlisting*, mantengono le opzioni della disciplina eventualmente adottate (tranne l'esclusione delle cause di recesso; v. *infra*) se l'assetto statutario è compatibile col mercato di destinazione e solo ove le relative azioni siano state negoziate sul mercato regolamentato per un periodo continuativo non inferiore a 3 anni.

- Cosa cambia. Lo statuto potrà:
 - (i) prevedere modalità di nomina del CdA alternative al voto di lista, anche con voto sui singoli candidati, nel rispetto delle quote di genere e con legittimazione a presentare le candidature al consiglio di amministrazione uscente e ai soci titolari dell'1% del capitale (innalzabile dallo statuto al 5%), ed inoltre senza necessità di riservare almeno un componente alla minoranza (salvi in casi in cui la maggioranza dei componenti non sia in possesso dei requisiti di indipendenza, la società abbia emesso azioni a voto plurimo o sia prevista la maggiorazione del diritto di voto, ovvero la società sia controllata da un socio pubblico). La modalità di nomina alternativa con votazione su ciascun singolo candidato si estende ai componenti dell'organo di controllo, con il presidente del collegio ancora riservato alle minoranze;
 - (ii) stabilire *quorum* più bassi per le modifiche statutarie (è sufficiente la maggioranza del capitale presente anziché i 2/3, salvo che la società abbia emesso azioni a voto plurimo o sia prevista la maggiorazione del diritto di voto) ed l'escludere l'applicazione delle cause inderogabili di recesso previste dall'art. 2437 del codice civile, salvo il caso di modifica dell'oggetto sociale quando la modifica altera in modo rilevante il rischio d'impresa (ma il diritto di recesso può essere escluso anche in tal caso qualora la deliberazione sia adottata con il meccanismo del c.d. *whitewash*);
 - (iii) escludere in tutto o in parte l'applicazione delle procedure in materia di operazioni con parti correlate, salvo il caso in cui almeno uno degli indici quantitativi stabiliti dalla Consob sia superiore al 10%.

AUTORI



Andrea Massimo Maroni

Partner



Marco Pontiggia

Associate



Gabriel Zurlo Sconosciuto

Associate



Questo documento è fornito a scopo informativo generale e non intende fornire consulenza legale sui temi trattati. I destinatari di questo documento non possono fare affidamento sui suoi contenuti. LEXIA e/o i professionisti dello studio non possono essere ritenuti responsabili in alcun modo per i contenuti di questo documento, né sulla base di un incarico professionale né per qualsiasi altra ragione.