

La riforma organica del Testo unico finanza - Sintesi didattica dei tre decreti legislativi

DI BARBARA MAPELLI

05/05/2026

OBBLIGAZIONI CONSOB GOVERNANCE SECONDO BIENNIO

ITE AFM , LES



ABSTRACT: Nel mese di marzo 2026 il Governo ha approvato tre diversi decreti legislativi che apportano significative modifiche al Testo unico finanza (TUF, D. Lgs. n. 58/2008). I primi due provvedimenti hanno principalmente l'obiettivo di adeguare il TUF a regolamenti UE e di recepire direttive europee, il terzo impatta sul mercato dei capitali, innova la disciplina delle società quotate e modifica il codice civile in materia di società per azioni.

L'AUTRICE: Barbara Mapelli è docente di ruolo in Diritto ed Economia politica presso l'Istituto Tecnico Francesco Viganò di Merate (LC). Svolge la professione di Dottore commercialista e di Revisore legale.

Autori



BARBARA MAPELLI

LA MODERNIZZAZIONE DEL MERCATO DEI CAPITALI IN COERENZA CON LE RECENTI DIRETTIVE UE

Il D.Lgs. n. 28 del 9 febbraio 2026 - pubblicato in G.U. il 5 marzo 2026 ed entrato in vigore il 6 marzo 2026 - introduce alcuni adeguamenti tecnici, dei quali riportiamo soltanto gli spunti a vario titolo connessi con le discipline scolastiche diritto ed economia.

Vengono rafforzate le competenze di **CONSOB** e **Banca d'Italia** nei confronti dei depositari centrali di titoli e dei soggetti sottoposti a procedure concorsuali che gestiscono in maniera accentrata gli strumenti finanziari.

Vengono anche regolamentate le procedure per l'**acquisto e la cessione delle partecipazioni qualificate**, con nuove indicazioni per l'istituzione e la gestione del collegio delle autorità di vigilanza.

Sono infine inserite nel TUF le definizioni di **obbligazione verde europea, obbligazione ecosostenibile e obbligazione legata alla sostenibilità**, già disciplinate dal Regolamento UE, e sono esplicitate le sanzioni amministrative per la violazione delle disposizioni in materia. L'obbligazione verde europea (EuGB) è un titolo i cui proventi devono essere investiti al 100% in attività allineate alla Tassonomia UE (la lista ufficiale delle attività considerate ecosostenibili dall'Europa). L'obbligazione ecosostenibile (Green Bond) è un prestito destinato a progetti specifici con benefici ambientali (ad esempio un parco eolico, efficientamento energetico). L'obbligazione legata alla sostenibilità (*Sustainability-Linked Bond*) è un titolo il cui tasso di interesse (cedola) può variare in base al raggiungimento di determinati obiettivi di sostenibilità: ad esempio "se entro il 2030 l'azienda non riduce le emissioni di CO2 del 30%, dovrà pagare agli investitori una cedola più alta come penale".

LE NOVITÀ PER IL SETTORE DEL RISPARMIO GESTITO E DEI FONDI DI INVESTIMENTO

Con il D.Lgs. n. 39 del 13 marzo 2026 - pubblicato in G.U. il 27 marzo 2026 ed entrato in vigore il 28 marzo 2026 - si intende rendere più sicuri, trasparenti e regolamentati i Fondi di Investimento Alternativi (FIA) e gli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM).

I **Fondi di Investimento Alternativi** sono così denominati in quanto investono in strumenti diversi dai consueti, quali private equity, hedge fund e materie prime. Hanno maggiore libertà operativa, sono più complessi e rischiosi dei fondi tradizionali e per questo generalmente riservati a investitori istituzionali e professionali.

Al fine di tutelare gli investitori o la stabilità finanziaria, **CONSOB e Banca d'Italia** possono sospendere o limitare temporaneamente le operazioni sulle quote o azioni degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR).

Alle autorità è ora consentito, in deroga al segreto d'ufficio, scambiare informazioni con l'amministrazione finanziaria quando siano richieste nel corso di un'attività di controllo volta ad accertare un illecito fiscale. Inoltre, la Banca d'Italia, sentita la CONSOB, regola requisiti in materia di gestione della liquidità nonché limiti di leva finanziaria, norme prudenziali e misure di contenimento e frazionamento del rischio, sempre al fine della stabilità del mercato finanziario.

Sono rafforzati gli interventi di comunicazione verso gli Stati esteri nel caso di violazioni dei doveri da parte di organismi di investimento non italiani.

Il decreto allarga le possibili **attività delle Società di Gestione del Risparmio (SGR)** aggiungendovi quelle di servizio di gestione dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA), di gestione dei crediti e concessione di finanziamenti per i FIA gestiti, nonché servizi alle società veicolo per la cartolarizzazione, di svolgimento delle attività tipiche per conto terzi, purché siano adeguatamente gestiti potenziali conflitti di interessi.

Anche ai FIA è consentito un ruolo più ampio dell'attuale, ma più controllato e con specifiche disposizioni e nuove regole da rispettare, soprattutto per i FIA che investono in crediti, sempre con lo scopo di mitigare il rischio.

Al fine di monitorare i rischi sistemici e consentire alle autorità di agire rapidamente in caso di crisi, armonizzando le segnalazioni su base europea, gli operatori devono inviare dati periodici agli organi di vigilanza e informarli di qualsiasi modifica delle condizioni.



LA RIFORMA ORGANICA DEI MERCATI DEI CAPITALI

Il D.Lgs. n. 47 del 27 marzo 2026 - pubblicato in G.U. il 14 aprile 2026 ed entrato in vigore il 29 aprile 2026 - attua la delega di cui all'art. 19 della legge n. 21 del 5 marzo 2024, avente come obiettivo la riforma organica del TUF e modifiche in tema di **amministrazione e controllo di società di capitali**, specialmente per azioni. Tutto ciò allo scopo di favorire la crescita del mercato finanziario, facilitare l'accesso delle imprese al capitale di rischio nei mercati regolamentati, migliorare l'accesso delle piccole medie imprese a forme alternative di finanziamento e aumentare la competitività delle imprese, intervenendo anche sui modelli di governance.

Interessante è l'introduzione, in aggiunta alle strutture tipiche del risparmio gestito, della **Società di partenariato in gestione interna autorizzata e della Società di partenariato in gestione esterna**, sul modello di *limited partnership* già presenti in alcuni paesi europei e in USA, prevedendo da un lato meri investitori con responsabilità limitata e dall'altra partners che gestiscono e hanno responsabilità illimitata.

Il D.Lgs. ne prevede la forma societaria di S.p.a e ne disciplina modalità di costituzione, statuto, requisiti, autorizzazione, pubblicità, diritti dei soci e di altri eventuali strumenti partecipativi, scioglimento e liquidazione, disponendo da un lato l'inapplicabilità di alcune norme del codice civile, quali quelle riferite ai patrimoni destinati ad uno specifico affare, alcune disposizioni riferite alle azioni e alla loro circolazione e la costituzione per pubblica sottoscrizione.

Per quanto non diversamente disciplinato, opera il rinvio alle norme in tema di società in accomandita per azioni.

In caso di **gestione interna autorizzata**, la società amministra direttamente il proprio patrimonio sotto la vigilanza delle consuete autorità (Banca d'Italia e CONSOB), mentre in **gestione esterna** lo statuto prevede l'affidamento delle attività di gestione del patrimonio e dei rischi, di amministrazione e di commercializzazione dei Fondi a una Società di Gestione del Risparmio esterna.

Sono previste semplificazioni per le **S.p.A. che svolgono attività di Gestione del Risparmio cosiddette "sottosoglia"**, cioè destinate a gestire patrimoni entro i 100 milioni (se includono attività acquistate mediante ricorso alla leva finanziaria) oppure entro i 500 milioni di euro se non fanno ricorso alla leva finanziaria, destinati a investitori professionali o a persone con elevato patrimonio.

A fronte della registrazione nel "Registro dei Gestori dei Fondi di Investimento Alternativi sotto soglia registrati" si ridurrà la portata dei controlli sull'assetto organizzativo; la verifica dell'idoneità dei soci, della correttezza nella relazione con gli investitori e della garanzia di trasparenza informativa.

Il decreto prevede una serie di indicazioni di dettaglio per il funzionamento, l'investimento e il rimborso delle quote dei FIA e dispone per gli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari italiani, nonché per i FIA italiani obblighi aggiuntivi di tenuta delle scritture contabili rispetto a quanto già previsto per gli imprenditori commerciali, stabilendo peraltro che alcuni di

tali documenti debbano essere forniti gratuitamente agli investitori che ne fanno richiesta.

Sono introdotte norme specifiche in caso di crisi del fondo comune di investimento, regolamentando anche l'accesso agli strumenti di composizione della crisi ed alla liquidazione giudiziale previsti dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza d'Impresa (D.Lgs n. 14/2019).

In tema di intermediazione finanziaria, viene introdotta l'**offerta pubblica di acquisto totalitaria**, alternativa all'OPA tradizionale, con cui l'assemblea straordinaria delle società quotate delibera di far acquistare la totalità delle azioni a un soggetto individuato dall'organo amministrativo.

Il testo disciplina la competenza dell'assemblea straordinaria, le modalità della deliberazione, i criteri di determinazione del corrispettivo minimo che è legato alla media ponderata dei prezzi, i compiti dell'organo amministrativo, nonché i poteri sanzionatori e di vigilanza della CONSOB in caso di violazioni anche connesse alla presenza di notizie e indiscrezioni diffuse tra il pubblico in merito alla vendita totalitaria.

Per quanto riguarda gli assetti amministrativi, organizzativi e contabili delle quotate, viene disposto che il controllo e il monitoraggio dei rischi su di essi derivanti dall'intelligenza artificiale e dalle nuove tecnologie trovino apposita descrizione tra le politiche adottate dalla società.

Viene data maggior enfasi alla Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti agli organi di amministrazione, ai direttori generali e ai dirigenti con responsabilità strategiche, arricchendone i contenuti e rendendo vincolante la sua approvazione da parte dei soci se lo statuto non dispone diversamente.

L'organo amministrativo - con voto favorevole a maggioranza degli amministratori indipendenti o con l'approvazione del consiglio di sorveglianza - può prevedere che l'**assemblea si svolga** esclusivamente in modo telematico o per il tramite del rappresentante degli azionisti e che il voto possa essere fornito per corrispondenza o in forma elettronica.

Il tutto da rappresentarsi in un regolamento pubblicato sul sito internet della società e richiamato nell'avviso di convocazione dell'assemblea stessa.

È comunque garantita ai soci che rappresentano un ventesimo del capitale sociale (o misura inferiore se consentita dallo statuto) il diritto di chiedere che l'assemblea si svolga anche in luogo fisico e anche alla loro presenza.



Sempre nell'ottica di favorire la partecipazione, si abbassa allo 0,5 per mille del capitale sociale la soglia individuale per poter partecipare all'assemblea; si consente l'integrazione dell'ordine del giorno per corrispondenza o in forma elettronica e - nel caso in cui le assemblee ed il voto avvengano esclusivamente per il tramite del rappresentante designato - ai soci è consentito porre domande solo prima dell'assemblea, precisandone il termine nell'avviso di convocazione. La società dovrà fornire le risposte alle domande pervenute almeno tre giorni prima dell'assemblea.

Il rappresentante (ex art. 135-undecies c.c.) è il soggetto designato dalla società con azioni quotate al quale i soci possono conferire, entro la fine del secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno.

La norma interviene sul voto maggiorato, disciplinando i casi in cui non ha effetto, come operazioni che portano all'esclusione dei titoli dalle negoziazioni sul mercato regolamentato, il trasferimento della sede all'estero e l'acquisto totalitario (di nuova introduzione) autorizzato dai soci.

È ora la CONSOB a stabilire con regolamento l'applicazione dei requisiti di onorabilità, indipendenza e professionalità, nonché il rispetto delle quote di genere nel caso di amministratore diverso dalla persona fisica e vengono introdotte apposite disposizioni che consentano agli organi delegati di garantire il buon funzionamento e l'efficacia del sistema di controllo interno e della gestione dei rischi.

Vengono definiti i criteri di composizione, i doveri e i poteri dell'organo di controllo comuni ai diversi modelli di governance, dettagliando in modo residuale le caratteristiche specifiche degli organi tipici di ciascun sistema: collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo sulla gestione.

Agli **emittenti di nuova quotazione** la riforma del TUF consente di accedere alla quotazione con un regime speciale che consente una semplificazione delle regole, una riduzione dei costi e una governance più snella. Anche le società già quotate potranno accedere al regime previa modifica dei loro statuti.

Di notevole impatto sono infine le modifiche introdotte al codice civile dall'art. 9, con cui il legislatore **abbandona la centralità del modello tradizionale**, normalmente considerato quello standard, valorizzando l'autonomia statutaria e favorendo un maggior intervento agli organi delegati per migliorarne la flessibilità.

Le innovazioni impattano essenzialmente sul Capo V (*Società per Azioni*), alla Sezione VI bis (*Dell'amministrazione e del controllo*).

Il sistema di amministrazione e controllo, all'art. 2380 c.c. viene ora precisato in funzione dei diversi modelli di governance, cui si vuole attribuire pari dignità:

1. uno o più amministratori e un collegio sindacale;
2. un consiglio di gestione e un consiglio di sorveglianza;
3. un consiglio di amministrazione e un comitato per il controllo sulla gestione.

La scelta viene attuata in via esclusiva con lo statuto e ha effetto dalla data della riunione dell'organo competente convocato per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio successivo.

L'attuale § 2 *Degli amministratori* (contenente le disposizioni sull'amministrazione della società e sugli amministratori del modello tradizionale) è soppresso e totalmente sostituito dalle nuove norme.

All'art. 2380-bis (*Amministrazione della società*) viene attribuita in esclusiva agli amministratori l'istituzione dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, cui oggi si affida una rilevante importanza ai fini della correttezza e della continuità aziendale.

I successivi articoli sono dedicati a riorganizzare le norme su un piano comune, evitando i termini inizialmente utilizzati nel sistema tradizionale di governance: ad esempio invece di "collegio sindacale" si indica "organo di controllo", l'art. 2409 è abrogato perché i soci non denunciano più i fatti censurabili al collegio sindacale, ma secondo il nuovo art. 2396-ter all'organo di controllo e così via.

Al divieto di concorrenza per gli amministratori, già previsto nell'art. 2390, viene aggiunto con l'art. 2390-bis il divieto di utilizzare a proprio vantaggio notizie e opportunità acquisiti in occasione dell'incarico, entrambi giusta causa di revoca; tali divieti sono estesi anche ai direttori generali attraverso articoli specifici.

Lo statuto o il consiglio, con apposito regolamento, possono limitare la partecipazione alle adunanze del consiglio stesso per gli amministratori portatori di interessi, la cui comunicazione e le cui conseguenze rimangono come già precedentemente regolati.

Viene introdotto un termine di decadenza di due anni dalla sentenza di liquidazione giudiziale perché il curatore possa promuovere le azioni di responsabilità contro gli amministratori.

Vengono specificati in modo unitario agli articoli da 2396-quinquies al 2396-octies i doveri, le cause di ineleggibilità e decadenza, le disposizioni relative all'organo di controllo cui sono riferite norme precedentemente legate al collegio sindacale.

Viene precisato all'art. 2396-novies che la revisione legale dei conti spetta a un revisore legale o a una società di revisione legale iscritti in apposito registro.

Viene infine introdotto un paragrafo di norme dedicate per ciascun modello di governance:



- § 2 *Del sistema con collegio sindacale;*
- § 3 *Del sistema con consiglio di sorveglianza;*
- § 4 *Del sistema con comitato per il controllo sulla gestione.*

In ciascuna di queste sezioni vengono disciplinati gli aspetti specifici relativi agli organi cui viene affidata la gestione e a quelli cui viene affidato il controllo, che non sono già stati trattati nel nucleo di norme comuni.

