

ATTUALITÀ

Riforma del TUF: le novità proposte per i mercati dei capitali

20 Ottobre 2025

Gianfranco Veneziano, Partner, BonelliErede
Daniele Minniti, Senior Associate, BonelliErede
Cesare Giovetti, BonelliErede



Gianfranco Veneziano, Partner,
BonelliErede

Daniele Minniti, Senior Associate,
BonelliErede

Cesare Giovetti, BonelliErede

> **Gianfranco Veneziano**

Esperto di M&A e Societario, a livello nazionale e transfrontaliero, con una specifica expertise in relazione ad alcune giurisdizioni del continente africano (Egitto, ed altre del Nord Africa in primis). Si concentra in particolare su societario e corporate governance, M&A, contrattualistica commerciale, capital markets. Ha poi la responsabilità dello sviluppo della practice egiziana e delle altre giurisdizioni del Nord Africa, occupandosi del lavoro sulle pratiche e coinvolgendo, a seconda delle necessità, gli studi partner. È membro dei Focus Team Equity Capital Markets, Aziende di famiglia & PMI, Private Equity e Diritto dello Sport e del Comitato Africa e dell'Africa Team.

L'8 ottobre 2025, il Consiglio dei Ministri, nell'esercizio della delega conferitagli dall'articolo 19 della legge n. 21 del 2024, ha approvato, in esame preliminare, uno schema di decreto legislativo (lo "**Schema di Decreto**"), per rivedere le disposizioni in materia di mercati dei capitali di cui al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 59 (il "**TUF**") e talune disposizioni del codice civile¹.

1. Non rilevanza del concerto finalizzato al mantenimento del controllo e conversione della presunzione assoluta di concerto in presunzione relativa

Si propone di rimuovere dalle finalità rilevante per la definizione di "*persone che agiscono di concerto*" di cui all'art. 101-bis, comma 4 TUF il mantenimento del controllo, 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 che ha dato luogo a numerose incertezze interpretative.

Sempre all'art. 101-bis TUF, si propone inoltre di trasformare la presunzione assoluta di concerto prevista dal comma 4-bis in una presunzione relativa, lasciando così aperta la prova della non sussistenza dei requisiti di cui all'art. 101-bis, comma 4, TUF.

Conseguentemente, 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) scaturenti da acquisti o maggiorazioni del voto di concerto non sussista 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. 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.

Si aggiunge, inoltre, all'art. 101-bis TUF un nuovo comma 4-quater e con esso 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*

¹ Il presente contributo si concentra sulle proposte di modifica 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 dello Schema di Decreto.

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»². Tale nozione, in particolare, si ispira alla definizione 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, TUF³, 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. Si evidenzia, rispetto alla presunzione (ora) relativa di cui al comma 4-bis), che (i) non vengono richiamati i "direttori generali", che - ove abbiano fornito la prova di non essere concertisti - non saranno soggetti a tale ambito di vigilanza; e (ii) vengono richiamate le "società collegate".

2. Possibilità di redigere il documento di offerta in inglese e nuova disciplina della sospensione dei termini

Si propone di imporre, col nuovo comma 3-bis dell'art. 102 TUF, la redazione del documento d'offerta in un formato leggibile in via automatizzata e di consentire ai fini della predisposizione, in alternativa alla lingua italiana, l'uso di una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale a scelta dell'offerente (i.e. l'inglese). In tal caso, dovrà essere predisposta una nota di sintesi in italiano.

Lo Schema di Decreto propone altresì una serie di modifiche inerenti il procedimento di approvazione del documento d'offerta. Con riferimento all'art. 102, comma 4, TUF, si propone che (i) che la Consob possa ora esercitare il proprio potere di sospendere i termini di approvazione del documento ai sensi dell'art. 102, comma 4, TUF non più a fronte della generica necessità di richiedere all'offerente "informazioni supplementari", ma solo ove dovessero sussistere "gravi carenze informative"; e (ii) qualora prima dell'approvazione della Consob debbano intervenire autorizzazioni richieste dalla normativa di settore, il termine di approvazione per la Consob venga innalzato da 5 a 10 giorni dalla comunicazione delle au-

² 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.

³ Che rende applicabili nei confronti dei predetti soggetti gli articoli 114, commi 5 e 6, e 115, TUF dalla data dell'annuncio dell'offerta ai sensi dell'art. 102, comma 1, TUF, e fino a un anno dalla chiusura della stessa.

torizzazioni stesse.

3. Put up or shut up rule

Si propone di introdurre all'art. 102, comma 8, TUF, la regola "put up or shut up", ispirata alla omonima regola del Takeover Code⁴, attribuendo 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 la sua effettiva decisione di promuovere un'offerta; 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 una offerta sui titoli del medesimo emittente. La *ratio* di tale regola assume che la decisione di promuovere un'offerta sia preceduta da un processo decisionale articolato e protratto nel tempo.

4. Procedura di approvazione del documento di esenzione nell'ambito di un'ops

Lo Schema di Decreto propone di attribuire, con la nuova lettera a-bis) del comma 4 dell'art. 103 TUF, alla Consob il potere di definire la procedura di approvazione del documento di esenzione, che l'emittente può predisporre ai sensi dell'art. 1, paragrafi 4, lettera f), e 5, lettera e)⁵, del Regolamento (UE)

⁴ 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).

⁵ I quali prevedono un'esenzione dall'obbligo di predisporre prospetto con riguardo all'offerta al pubblico/ammisione 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.

2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017 (il “**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 approvato⁶; o (ii) un obbligo di pubblicazione di un supplemento al documento di esenzione al ricorrere di circostanze equivalenti a quelle che fanno scaturire l’obbligo di pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo.

5. Nuove soglie per l’obbligo di opa totalitaria e da consolidamento e riduzione del periodo rilevante per la determinazione del prezzo dell’opa

Si prevede la fissazione di una soglia unica per l’obbligo di offerta pubblica totalitaria al 30%, abrogando la soglia del 25% per le società diverse dalle PMI di cui all’art. 106, comma 1-bis, TUF e la facoltà, attribui-

⁶ Conseguentemente, con la delibera n. 22144 del 22 dicembre 2021, Consob ha introdotto 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**”), il quale prevede che (i) il documento di esenzione dall’obbligo di redazione di un prospetto di offerta al pubblico di titoli 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 (l’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).

ta alle PMI dall’art. 106, comma 1-ter, TUF di prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1 dell’art. 106 TUF, comunque non inferiore al 25% né superiore al 40%. Ciò in coerenza con quanto previsto in altri ordinamenti europei e in linea con i margini discrezionali lasciati agli Stati membri dalla Direttiva OPA.

Si prevede, inoltre, di innalzare la soglia per l’obbligo di offerta pubblica totalitaria da consolidamento (per gli acquisti e la maggiorazione del voto rilevanti) di cui all’art. 106, comma 3, lett. b), TUF al 10% del numero complessivo dei diritti di voto.

Al dichiarato fine di contenere l’onere riconnesso all’acquisto della partecipazione di controllo attraverso l’opa, lo Schema di Decreto, inoltre, dispone 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 prendere 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)⁷. Al medesimo comma, si propone di prevedere che, qualora il superamento di tale soglia avvenga a seguito dell’acquisto di azioni a voto plurimo, l’offerta sia promossa

⁷ 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.

al medesimo prezzo pagato per l'acquisto delle predette azioni, se più elevato.

6. L'ops totalitaria è esimente se vengono offerti titoli "ammessi alla negoziazione"

Lo Schema di Decreto prevede, in apparente contrasto con l'attuale orientamento della Consob⁸, 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.

7. Nuova esenzione per i conferimenti in natura

Si propone, all'art. 106, comma 5, TUF, la modifica della lettera e), attraverso la quale verrebbe espressamente incluso, tra le esenzioni dall'obbligo di opa totalitaria o da consolidamento, al superamento delle soglie rilevanti, accanto alle operazioni di fusione o di scissione (già previste), 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"*.

8. Diminuzione della soglia dei titoli oggetto dell'opa preventiva parziale esimente

Sempre al dichiarato fine di contenere l'onere riconnesso all'acquisto della partecipazione di controllo attraverso l'opa, lo Schema di Decreto prevede con la riforma dell'art. 107 TUF:

- (i) di diminuire dal 60% al 50% la soglia dei titoli oggetto dell'opa preventiva che esime dall'obbligo di successiva offerta obbligatoria totalitaria;
- (ii) che il regolamento con cui la Consob disciplini 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

⁸ 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]".

loro giudizio in via telematica;

- (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'art. 107, comma 3, TUF⁹; 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 nell'ipotesi in cui da tali operazioni consegua la revoca dalla quotazione.

9. Squeeze-out al 90%, anche a esito di acquisti in esercizio del sell-out, e diritto alla cash alternative

Lo Schema di Decreto prevede agli articoli 108 e 111 TUF:

- (i) l'estensione dell'ambito di esercizio dello *squeeze-out*, stabilendo (a) 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, TUF; e (b) di ridurre dal 95% al 90% la soglia di titoli la cui detenzione fa sorgere il diritto di acquisto (articolo 111, comma 1, TUF); e
- (ii) l'introduzione di 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*.

Lo Schema di Decreto prevede, inoltre, di riconoscere il diritto del possessore delle azioni alla c.d. *cash alternative* nell'ambito del corrispettivo del *sell-out* di cui all'art. 108, commi 1 e 2, TUF a

⁹ 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.

esito di un'opa totalitaria, determinata secondo i criteri stabiliti con regolamento dalla Consob, solo qualora nell'offerta siano stati previsti in corrispettivo strumenti finanziari diversi da titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'Unione europea.

10. Procedura di acquisto totalitario

Lo Schema di Decreto propone di inserire un nuovo art. 112-*bis* TUF, introducendo nel TUF la procedura di acquisto totalitario delle azioni su autorizzazione dei soci.

Tale procedura, in particolare, 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.

La disciplina in esame richiede che:

- (i) l'assemblea straordinaria dell'emittente possa approvare un'operazione volta a far acquisire a un soggetto individuato dall'organo amministrativo la totalità delle azioni dell'emittente;
- (ii) il corrispettivo debba essere esclusivamente in denaro e che non possa essere inferiore alla media aritmetica 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.

Nell'ambito della proposta disciplina, il Consiglio di Amministrazione è chiamato a svolgere un ruolo attivo nella gestione della procedura, richiedendo ai consiglieri di:

- (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'ac-

quisizione;

- (ii) darne notizia alla Consob e al pubblico; e
- (iii) redigere una relazione¹⁰ 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.

Per quanto concerne i *quorum* necessari ad approvare la cessione delle azioni, il comma 5 dell'art. 112-*bis* TUF stabilisce 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.

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.

Si 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.

Nella gestione della procedura in esame, inoltre, sono attribuiti alla Consob dei rilevanti poteri. In primo luogo, infatti, viene rimessa al potere regolamentare dell'Autorità (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 sull'individuazione dell'acquirente, nonché della relazione illustrativa, del parere degli amministratori in-

¹⁰ La relazione verrà pubblicata con le modalità di cui all'art. 125-*ter*, comma 1, TUF, entro 20 giorni dalla deliberazione da parte del consiglio di amministrazione. 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.

dipendenti 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 punto (i) 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; 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 punto (i); e
- (v) le modificazioni alla proposta.

Occorre segnalare che si propone di rendere altresì l'Autorità competente:

- (i) a 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) a dichiarare la proposta decaduta, in caso di accertata violazione delle disposizioni di cui all'art. 112-bis TUF o delle norme regolamentari; e
- (iii) a imporre, al fine di garantire la correttezza del prezzo, che l'acquisto avvenga a un corrispettivo 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.

Per consentire all'Autorità di vigilare su tale nuovo istituto, inoltre, 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"¹¹.

In ultimo, 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 acquirenti¹², 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 (circostanza 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.

11. Altre modifiche inerenti alla disciplina sull'offerta pubblica di acquisto e scambio

Lo Schema di Decreto introduce, altresì, 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.¹³, 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 (so-

¹¹ Il comma 12, inoltre, 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 gli obblighi di informazione nei confronti della Consob di cui all'articolo 115.

¹² 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.

¹³ Cfr. art. 6-bis del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan pubblicato da Borsa Italiana S.p.A..

sospensione del diritto di voto, obbligo di rivendita delle partecipazioni) o altre misure.

In ultimo, lo Schema di Decreto modifica la disciplina del TUF:

- (i) chiarendo, ai sensi del rinnovato 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; e
- (ii) abrogando l'articolo 112 del TUF, relativo alle "*disposizioni di attuazione*" e, pertanto, limitando 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.

12. Procedura di *downlisting*

Al dichiarato fine di affrontare il sottodimensionamento del mercato italiano, rendere più agevole la mobilità tra mercato regolamentato e sistemi multilaterali di negoziazione (e.g., il mercato Euronext Growth Milan, che ha conosciuto la crescita più significativa negli ultimi anni) e consentire la riduzione conseguente degli oneri di *compliance* e organizzativi – con l'auspicio che ciò favorisca la permanenza delle imprese sul mercato dei capitali – si prevede una disciplina del passaggio dal mercato regolamentato al sistema multilaterale di negoziazione.

Per trasferire le negoziazioni dei propri strumenti finanziari su un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro paese dell'Unione europea, in particolare, il nuovo comma 1-bis dell'art. 133 TUF prevede che le società con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani debbano approvare tale richiesta con deliberazione dell'assemblea straordinaria, assunta con le maggioranze previste dalla Consob con regolamento, almeno 2 mesi prima del *downlisting*.

A tutela degli azionisti si prevede, inoltre, che:

- (i) il gestore del mercato regolamentato di provenienza (nel caso di Euronext Milan, Borsa Italiana S.p.A.) accerti che il sistema multilaterale di destinazione assicuri un livello di tutela equivalente a quello di cui al Titolo II, Capo II, Sezione II del TUF in materia di offerte pubbliche di acquisto e

scambio, secondo criteri stabiliti dalla Consob con regolamento; e

- (ii) la società assicuri, almeno 2 mesi prima della data prevista per il *downlisting*, la diffusione di informazioni su ragioni e conseguenze dell'operazione per gli investitori, secondo modalità stabilite dalla Consob con regolamento.

Si prevede che l'adesione al nuovo regime speciale previsto dallo Schema di Decreto per gli "emittenti di nuova quotazione"¹⁴ si possa conservare (fatta eccezione per la limitazione al diritto di recesso di cui al proposto nuovo art. 154.5 comma 2, TUF) in caso di successivo *downlisting*, ove compatibile con le regole del sistema multilaterale di destinazione e purché l'emittente permanga sul mercato regolamentato per un periodo continuativo non inferiore a 3 anni (cfr. nuovo art. 154.2, comma 4, TUF).

¹⁴ Si fa riferimento alla proposta disciplina di cui alla parte IV, titolo III, capo II, sezione IV.1 del TUF.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
