

NUOVO TESTO UNICO DELLA FINANZA: L'ATTESA RIFORMA DELLE SOCIETÀ QUOTATE

IL DECRETO LEGISLATIVO 27 MARZO 2026 N. 47, ENTRATO IN VIGORE IL 29 APRILE 2026, INTRODUCE NOVITÀ INTERESSANTI SUL FUNZIONAMENTO DELLE ORGANIZZAZIONI OPERANTI NEI MERCATI DI CAPITALI. LE RESPONSABILITÀ CHE NE DERIVANO SONO NOTEVOLMENTE RIMODULATE E OCCORRERÀ COMPRENDERNE BENE ANCHE I RISVOLTI ASSICURATIVI

di **Cinzia Altomare**

Il nuovo Testo unico della finanza (Tuf) ha l'obiettivo di incoraggiare lo sviluppo delle società quotate in Italia, introducendo alcune novità sulla governance collettiva del risparmio e sul funzionamento dei mercati, allo scopo di rendere l'intero sistema più competitivo e attrattivo per gli investitori, nel contesto di una maggiore integrazione nel mercato finanziario europeo.

La riforma, attesa da anni, attua la delega conferita al Governo dalla legge n. 21/2024, la cosiddetta *Legge Capitali*, che aveva delineato un programma di intervento esteso e articolato, volto a semplificare la normativa esistente, rafforzando la tutela degli investitori, per allineare il nostro ordinamento alle più avanzate prassi internazionali.

La legge contiene importanti modifiche al vecchio Testo unico della finanza (dlgs del 24 febbraio 1998, n. 58) e ad

alcune disposizioni del Codice civile, con l'intento di favorire la crescita del mercato finanziario e rafforzare l'autonomia statutaria, valorizzando le forme di governo societario ed imponendo un radicale cambiamento dell'assetto normativo e organizzativo delle società per azioni.

L'entrata in vigore è prevista quindici giorni dopo la pubblicazione in *Gazzetta Ufficiale*, ma numerose disposizioni saranno soggette a un'applicazione differita, cioè condizionata all'adozione di regolamenti attuativi da parte delle autorità di vigilanza, al fine di garantire una transizione ordinata e minimizzare gli impatti operativi sugli intermediari.

LA STRUTTURA DEL DECRETO

Il decreto è alquanto articolato ed è composto da 17 articoli. I primi sette modificano il vecchio Tuf, mentre l'articolo 8 disciplina le cosiddette parteci-

pazioni incrociate nei mercati di credito e finanziari.

Ricorderemo che le partecipazioni incrociate (o reciproche) si verificano quando due società si rendono partecipi l'una dell'altra, detenendo reciprocamente delle quote. Tali operazioni sono lecite entro certi limiti e vengono disciplinate dal Codice civile (all'art.2359-bis) e dal Tuf, per evitare un aumento del capitale nominale senza un effettivo incremento del patrimonio (ovvero una sorta di annacquamento del capitale sociale).

L'articolo 9 contiene modifiche al Codice civile per quanto attiene alla parte amministrativa delle società per azioni; i rimanenti concernono le disposizioni di coordinamento (art. 10) e si occupano dell'entrata in vigore della nuova normativa, con disposizioni sul regime transitorio.

L'ultimo articolo riguarda la clausola di invarianza finanziaria cui siamo ormai avvezzi. L'attuazione della legge, cioè,

non dovrà comportare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. Come si è accennato, le numerose modifiche introdotte sono assai rilevanti e incidono sulla capacità competitiva delle società quotate, rendendole finalmente più flessibili e capaci di operare più agevolmente sui mercati internazionali. Le novità sono tante e non è possibile analizzarle tutte. Cercheremo quindi di evidenziare quelle che ci sembrano più significative, lasciando da parte quelle tanto tecniche da risultare difficili da comprendere per i non specialisti.

LA NUOVA DEFINIZIONE DI GESTORE

Di grande rilevanza ci sembra l'aggiornamento della definizione di gestore (art. 1), che prevede una distinzione tra *gestori autorizzati*, come le attuali società di gestione, e i *gestori di fondi di investimento alternativi sotto soglia registrati* (o *Gefia registrati*).

I Gefia sono considerati sotto soglia quando il valore totale delle loro attività non superi i 100 milioni di euro. Lo scopo è adeguare gli obblighi di vigilanza in base alla dimensione e alla natura dei soggetti che operano nel mercato. Mentre i gestori autorizzati sono sottoposti alla vigilanza della **Banca d'Italia** e della **Consob**, i Gefia sotto soglia, anziché essere sottoposti a un procedimento autorizzativo completo, sono iscritti in un apposito registro tenuto dalla Banca d'Italia, operando con minori oneri organizzativi e regolamentari, pur nel rispetto di specifici limiti operativi e obblighi informativi.

Essi dovranno dichiarare in modo esplicito la propria condizione in tutte le comunicazioni rivolte al pubblico, indicando l'assenza di vigilanza piena, e potranno gestire solamente fondi riservati, operando entro soglie patrimoniali definite, in linea con quanto previsto dalla disciplina europea per i gestori alternativi.

La Banca d'Italia conserva poteri di controllo e di intervento, specie in presenza di rischi per la stabilità del sistema o di violazioni normative. Si tratta però di un modello regolatorio che riflette un approccio calibrato, in base alla dimensione e alla rischiosità degli operatori.

È superfluo ricordare come tale nuova definizione comporti un nuovo bilanciamento delle responsabilità che ricadono su queste società, il che avrà anche una ricaduta importante sulle polizze di assicurazione che coprono le loro attività, principalmente per quanto attiene al disposto del dlgs 231/2001, che disciplina la responsabilità amministrativa degli enti (e dunque delle società, associazioni, fondazioni) per reati commessi nel loro interesse o a vantaggio di soggetti apicali o loro dipendenti.

SOCIETÀ DI PARTENARIATO, NUOVO MODELLO DI INVESTIMENTO

Altra importante novità è l'introduzione delle società di partenariato, qualificate come organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr) chiuso. Si tratta di società in accomandita per azioni, con oggetto l'investimento in *private equity* e *venture capital*.

Le società di partenariato potranno essere a *gestione esterna* o interna. In quest'ultimo caso, si qualificheranno come gestore e potranno operare sotto il regime dei gestori autorizzati o dei Gefia sotto soglia registrati. In quanto tali, è prevista l'iscrizione in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, che comunica alla Consob l'avvenuta iscrizione.

Il nuovo Tuf prevede le condizioni necessarie perché le società di partenariato a gestione interna possano ottenere l'autorizzazione della Banca d'Italia alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. Tali società non si possono costituire mediante pubblica sottoscrizione: essendo il loro patrimonio funzionalizzato all'investimento, il capitale iniziale dovrà essere interamente versato, entro trenta giorni dal rilascio dell'autorizzazione.

Non potranno essere emesse azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro e non potranno essere previste nello statuto clausole che escludano il trasferimento delle azioni: queste società dovranno reperire le proprie risorse esclusivamente attraverso il capitale di rischio o per mezzo di strumenti partecipativi. Il loro scioglimento o liquidazione volontaria sono disciplinati dalla normativa codicistica delle società di capitali, con alcune modifiche concernenti gli obblighi di informativa alle autorità di vigilanza dell'avvio della procedura.

Come accennato, le società di partenariato possono essere costituite anche in gestione esterna. Viene introdotta una distinzione particolarmente articolata tra governance interna ed esterna, con

conseguenze di rilievo per quanto attiene al regime autorizzativo e soprattutto alla responsabilità gestoria, cioè all'obbligo giuridico degli amministratori di società di rispondere dei danni causati alla società stessa, ai soci o a terzi, per inosservanza dei doveri di diligenza, lealtà e rispetto della legge o dello statuto.

RAFFORZARE IL RUOLO DEL MERCATO DOMESTICO

Rilevanza particolare assume la disciplina sugli *investitori ammessi*, prevalentemente professionali. Si vorrebbe offrire uno strumento competitivo, anche rispetto ai modelli esteri, favorendo il rientro in Italia di operazioni strutturate in altre giurisdizioni e rafforzando il ruolo del mercato domestico.

Dovranno essere definite procedure idonee ad assicurare la continuità operativa in caso di sostituzione del gestore (che può essere anche un socio) ed è richiesta la stipula di accordi per consentire al consiglio di amministrazione di disporre della documentazione e delle informazioni necessarie a verificare il corretto adempimento dei suoi obblighi.

È espressamente previsto che nel caso di scioglimento del contratto di gestione o di liquidazione del gestore esterno, il consiglio di amministrazione convochi tempestivamente l'assemblea dei soci per deliberarne la sostituzione, che deve avvenire entro due mesi, in mancanza della quale la società si scioglierà. La disciplina sulle società di

partenariato si applica a partire da nove mesi successivi dall'entrata in vigore delle modifiche al Tuf e nello stesso termine dovranno essere emanate le disposizioni secondarie di attuazione e gli interventi di adeguamento degli albi e dei registri di vigilanza.

LA CANCELLAZIONE DELLA CLAUSOLA ANTI-INTERLOCKING

La legge introduce disposizioni di coordinamento tra Banca d'Italia e Consob, prevedendo la creazione di archivi informatici, accessibili al pubblico, contenenti disposizioni e orientamenti delle autorità, e la possibilità per gli operatori di sottoporre quesiti interpretativi, definiti interpellati di vigilanza.

La riforma, come si è accennato, interviene con l'obiettivo di rendere

l'assetto organizzativo delle imprese maggiormente flessibile e coerente con le esigenze dei mercati finanziari internazionali. In tale contesto, assume particolare rilevanza l'abrogazione dell'articolo 36 del vecchio Tuf, intitolato *Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici*, che vietava le partecipazioni personali incrociate nei settori del credito, assicurativo e finanziario, conosciuta come clausola anti-interlocking. Tale disposizione impediva ai soggetti che ricoprivano incarichi negli organi di amministrazione, controllo o direzione di imprese operanti nei medesimi mercati, di assumere o mantenere cariche analoghe in società competitor. Il fine era quello di prevenire eventuali conflitti di interesse e fenomeni di concentrazione del potere decisionale.

Ma con la riforma del Tuf, il legislatore



© michelangeloop - iStock

prende atto di un contesto finanziario ormai mutato, ove gli obiettivi della clausola possono essere perseguiti mediante strumenti meno invasivi e più coerenti col quadro europeo. Si apre dunque la via a meccanismi di controllo strutturati nell'ambito di presidi interni di governance, vigilanza delle autorità competenti e correttezza degli assetti organizzativi, con una tendenza alla valorizzazione dell'autonomia statutaria e della responsabilità degli organi societari, chiamati a garantire un adeguato equilibrio tra esigenze di efficienza gestionale e tutela degli interessi degli investitori.

GOVERNANCE E POTERI DELLE AUTORITÀ

Sempre sul piano della governance, la legge introduce un notevole ampliamento dell'autonomia statutaria. Ogni società potrà disciplinare le modalità di svolgimento delle assemblee, prevedendo che l'assemblea si svolga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione ovvero in presenza.

Per ciò che concerne la modifica dei poteri degli organi di vigilanza, la Banca d'Italia avrà ora competenza esclusiva in materia di requisiti di onorabilità e professionalità dei soci e degli esponenti aziendali, in luogo della Consob.

A quest'ultima compete invece, in via esclusiva, la disciplina riguardante la commercializzazione di strumenti come gli Oivcm. Ricorderemo che questi ultimi (Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, in inglese Ucits), sono fondi comuni e Sicav (So-

cietà di investimento a capitale variabile) strutturati come società per azioni. Raccolgono capitali tramite l'emissione di azioni proprie, investendoli in strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni e derivati.

Viene poi esteso il potere della Banca d'Italia di rimuovere gli organi amministrativi e di controllo delle Sim, disponendo anche il rinnovo dei medesimi organi o della dirigenza. Analoghe misure possono essere adottate dalla Consob, quando le violazioni riguardino disposizioni soggette alla sua vigilanza.

LA SCELTA STATUTARIA

Assume infine un notevole rilievo la revisione della disciplina dei sistemi di amministrazione e controllo delle società per azioni.

La legge impone ora una scelta statutaria tra i modelli tradizionale, dualistico e monistico, riaffermando la centralità degli amministratori nella governance dell'impresa e nella predisposizione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, con una più chiara individuazione delle competenze non delegabili, comprese quelle relative agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, in coordinamento con il *Codice della crisi d'impresa*.

Non sfuggerà agli esperti l'importanza di questo punto sul piano delle coperture di responsabilità, come la D&O. Viene, ad esempio, rimodulata la posizione degli amministratori non esecutivi, preordinata al criterio dell'affidamento sulle informazioni ricevute e al dovere di vigilanza informata e continua.

Il divieto di concorrenza è esteso, includendo anche i dirigenti muniti di responsabilità strategiche.

La riforma interviene anche sulla disciplina dell'organo di controllo, ricorrendo a una funzione unitaria, idonea a ricomprendere collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato per il controllo sulla gestione, con un conseguente riallineamento dei poteri, dei doveri informativi e dei profili di responsabilità, in base al sistema di governance prescelto.

RESPONSABILITÀ E RISVOLTI ASSICURATIVI

Come abbiamo anticipato, la legge interviene su molteplici fronti ed è assai complessa da esaminare con un'analisi puntuale. Le modifiche introdotte sono numerose e di rilievo, anche nel contesto europeo del mercato dei capitali, rendendolo più moderno e flessibile, ma anche più complesso e articolato, per quanto attiene alla suddivisione delle competenze tra le autorità e i soggetti che si occupano degli aspetti organizzativi e di controllo delle società stesse.

Le responsabilità che ne derivano sono quindi notevolmente rimodulate e spetterà ora agli esperti analizzarle per comprendere la portata, ad esempio, delle coperture assicurative che garantiscono l'adeguatezza degli amministratori preposti alla gestione delle società per azioni. ●