

3 novembre 2025

Le principali novità in materia di OPA nella riforma del TUF

Premessa

In data 8 ottobre 2025, il Consiglio dei Ministri, in attuazione della delega conferita dall'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "Legge Capitali"), ha approvato in via preliminare uno schema di decreto legislativo (lo "**Schema di Decreto**") volto a riformare in modo organico la disciplina dei mercati dei capitali contenuta nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il "**TUF**").

In data 21 ottobre 2025, il testo dello Schema del Decreto è stato assegnato alle Camere affinché su di esso sia espresso il parere delle competenti Commissioni Parlamentari (come indicato nella delega). L'approvazione definitiva del testo è prevista entro i primi mesi del 2026¹.

La riforma al TUF mira a rafforzare la competitività del sistema finanziario italiano con una complessiva semplificazione e razionalizzazione della normativa in materia di mercati dei capitali nell'ottica di renderli più attrattivi, intervenendo, tra l'altro, sulla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto o scambio.

La presente *newsletter* esamina, in particolare, le principali novità introdotte dall'articolo 5 dello Schema di Decreto, che modifica il Titolo II della Parte IV del TUF (*Appello al pubblico risparmio*).

Per completezza, si segnala (pur non essendo oggetto di disamina nella presente *newsletter*) che lo Schema di Decreto interviene anche:

- sul Titolo III della Parte IV del TUF (*Disciplina degli emittenti*), innovando alcuni obblighi informativi, la disciplina delle assemblee e profili di *governance* societaria delle società quotate;
- su altre parti del TUF con riferimento, principalmente, alla gestione collettiva del risparmio, all'esercizio dei poteri di vigilanza da parte delle Autorità ed al funzionamento dei mercati finanziari (Parti I, II e III del TUF);
- sulla Sezione VI-bis del Libro V, Capo V, del Codice civile, introducendo una disciplina autonoma e sistematica dei tre modelli alternativi di amministrazione e controllo;
- sull'art. 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214 in tema di *interlocking directorates*.

¹ Il testo preliminare dello Schema di Decreto (e per l'effetto il contenuto della presente *newsletter*) potrebbe essere soggetto a variazioni ove intervenissero modifiche o integrazioni nel corso dell'iter approvativo.

Modifiche alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio

Coerentemente con l'intera impostazione generale sottesa allo Schema di Decreto, anche le modifiche introdotte in tema di offerte pubbliche di acquisto o di scambio sono ispirate dall'esigenza di semplificazione e razionalizzazione dell'ordinamento dei mercati finanziari, con l'obiettivo di creare un ecosistema più snello ed attrattivo per gli operatori.

In particolare, l'art. 5 dello Schema di Decreto (rubricato *"Modifiche al titolo II della Parte IV del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58"*) reca modifiche alla disciplina in materia di appello al pubblico risparmio, con specifico riguardo alle offerte al pubblico di titoli ed alle offerte pubbliche di acquisto e scambio².

1.1 Le modifiche alla nozione di "persone che agiscono di concerto"

Ciò premesso in termini generali, al fine di riepilogare le principali modifiche proposte dallo Schema di Decreto alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, si segnalano, in primo luogo, taluni emendamenti alla nozione di "persone che agiscono di concerto", introdotte dalla lettera b) dell'art. 5 dello Schema di Decreto che, infatti, integra e modifica la previsione di cui all'art. 101-bis del TUF.

In particolare – oltre all'eliminazione del concetto di "mantenimento del controllo" dalle finalità rilevanti della cooperazione³ ex art. 101-bis del TUF (mantenendo, dunque, unicamente le nozioni di "acquisizione" o "rafforzamento" del controllo) – una rilevante proposta di modifica si rintraccia negli interventi operati al comma 4-bis della medesima disposizione e, in particolare, nella sostituzione del regime (attualmente vigente) di presunzioni assolute di "azione di concerto" con un sistema di presunzioni relative definite in via legislativa (alle quali si aggiungono quelle stabilite, in via regolamentare, dalla Consob ai sensi del comma 4-ter dell'art. 101-bis del TUF).

Più nel dettaglio, mentre la versione attualmente vigente dell'art. 101-bis, comma 4-bis, del TUF introduce le diverse ipotesi di "azione di concerto" prevedendo che, al ricorrere delle fattispecie previste dalla norma, i soggetti rilevanti sono *"in ogni caso, persone che agiscono di concerto [...]"*, la nuova disposizione proposta dallo Schema di Decreto introduce una formulazione più "sfumata" e che ammette, dunque, anche la prova contraria circa la non sussistenza (in concreto) dei requisiti dell'"azione di concerto", disponendo, infatti, che i soggetti che ricadono nelle fattispecie previste dalla disposizione in analisi *"si presumono persone che agiscono di concerto, ai sensi del comma 4, salvo che provino che non ricorrano le condizioni di cui al medesimo comma 4"*⁴.

La sopra citata lettera b) dell'art. 5 dello Schema di Decreto introduce, inoltre, mediante l'aggiunta di un nuovo comma 4-quater all'art. 101-bis del TUF, il concetto di "parti interessate", definite quali *"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 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"*

² La Relazione illustrativa allo Schema di Decreto (la **"Relazione Illustrativa"**) specifica che tali modifiche sono finalizzate *"da un lato, ad aumentare la competitività del mercato dei capitali, riconoscendo maggiore spazio alle istanze del mercato; dall'altro lato, a semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, anche attraverso l'eliminazione di varie ipotesi di gold plating tuttora presenti nel nostro ordinamento"*. A fini di chiarimento, il *gold plating* è un fenomeno per il quale le leggi nazionali inseriscono requisiti più stringenti di quelli previsti dal diritto comunitario.

³ La Relazione Illustrativa chiarisce al riguardo che: *"il mantenimento del controllo, infatti, non è previsto tra le finalità del concerto ai sensi della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto; esso, inoltre, si presta a rilevanti incertezze interpretative, facendo riferimento a ipotesi in cui gli assetti di controllo non subiscono, per definizione, mutamenti significativi"*.

⁴ La Relazione Illustrativa precisa al riguardo che: *"il ricorso a presunzioni assolute, indipendentemente dal ricorrere dei requisiti previsti nella definizione generale di concerto, costituiva una eccezione rispetto ai principali ordinamenti degli altri Stati membri e poteva determinare l'applicazione del concerto in ipotesi non meritevoli di essere considerate tali (come nel caso dei patti di mera consultazione o dell'amministratore contrario all'acquisto della partecipazione). La necessità che siano gli stessi potenziali "concertisti" a dimostrare la mancanza dei requisiti stabiliti dal comma 4 assicura, al contempo, il pieno mantenimento dei livelli attuali di tutela degli investitori diversi dalle parti che agiscono di concerto"*.

con l'offerente o l'emittente". La nozione di "parti interessate" si ispira a quella di "parti dell'offerta" contenuta nella c.d. "Direttiva OPA" ed è funzionale a perimetrare il novero dei soggetti sottoposti alla vigilanza informativa della Consob ai sensi dell'art. 103, comma 2, del TUF (di cui, infatti, si propone la modifica per introdurre il concetto di "parti interessate"), in modo da assicurare che i poteri ivi previsti possano continuare ad essere esercitati anche nei confronti di soggetti che, pur trovandosi in una delle condizioni precedentemente qualificate come "presunzioni assolute di concerto", abbiano dato prova contraria rispetto all'esistenza in concreto del concerto stesso.

1.2 La possibilità di redigere il documento di offerta in lingua inglese e la nuova disciplina della sospensione dei termini

La lettera d) dell'art. 5 dello Schema di Decreto propone di modificare l'art. 102 del TUF, introducendo un nuovo comma 3-*bis* che: (i) preveda la redazione del documento di offerta in un formato leggibile in via automatizzata (*i.e.*, formato di *file* strutturato che permetta ai *software* l'estrazione ed elaborazione dei dati); e (ii) consenta, ai fini della relativa predisposizione, in alternativa alla lingua italiana, anche l'utilizzo di una lingua straniera 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 lingua italiana.

La sopracitata disposizione propone, inoltre, talune modifiche al procedimento di approvazione del documento di offerta da parte della Consob (*ex art.* 102, commi 3 e ss., del TUF), in particolare, prevedendo che: (i) la Consob possa esercitare il potere di sospendere i termini di approvazione del documento di offerta non più a fronte della generica necessità di richiedere all'offerente "informazioni supplementari", ma solo allorquando vi siano "gravi carenze informative"; e (ii) qualora, prima dell'approvazione del documento di offerta da parte di Consob, debbano intervenire autorizzazioni imposte dalla normativa di settore, il termine per l'approvazione dell'Autorità viene incrementato da 5 a 10 giorni dalla comunicazione delle autorizzazioni medesime.

1.3 La regola del "put up or shut up"

Sempre con riferimento alle modifiche proposte all'art. 102 del TUF, la lettera d) dell'art. 5 dello Schema di Decreto propone di integrare il comma 8 della sopra citata disposizione al fine di introdurre una regola di "*put up or shut up*", mutuata da regole analoghe previste nei Paesi anglosassoni.

In particolare, si propone – in caso di *rumors* circa la possibile promozione di un'OPA o di un'OPS – di attribuire alla Consob il potere di stabilire un termine entro cui il potenziale offerente dovrà rendere nota la sua effettiva decisione di promuovere (o meno) un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sui titoli di un determinato emittente. In caso di risposta negativa (ovvero in caso di mancata risposta) da parte del potenziale offerente, sarà vietato a quest'ultimo, per i successivi 12 mesi, di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sui titoli di quel determinato emittente.

1.4 Le nuove soglie per l'OPA obbligatoria totalitaria e da consolidamento, la riduzione del periodo rilevante per determinare il prezzo dell'OPA obbligatoria e la nuova esimente per i conferimenti in natura

Un ulteriore pacchetto di modifiche rilevanti alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio è quello che concerne, da un lato, le nuove soglie per l'integrazione dell'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria e da consolidamento e, dall'altro lato, la riduzione del periodo rilevante per la determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria.

In particolare, la lettera f) dell'art. 5 dello Schema di Decreto interviene sull'attuale formulazione dell'art. 106 del TUF al fine di sopprimere i relativi commi 1-*bis* e 1-*ter* e per prevedere, dunque, quale presupposto che dà luogo all'obbligo di OPA totalitaria, la soglia unica del 30%, in coerenza con quanto previsto in numerosi altri ordinamenti europei e nel pieno rispetto dei margini discrezionali lasciati agli Stati membri dalla direttiva 2004/25/CE.

Si propone, pertanto, di abrogare la previsione in base a cui *“nelle società diverse dalle PMI l’offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata”*, nonché quella per cui *“gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento. [...]”*.

In sintesi, dunque, lo Schema di Decreto propone la fissazione di una soglia unica (pari al 30%) per la sussistenza dell’obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto totalitaria, abrogando, quindi, la soglia del 25% per le società diverse dalle PMI (di cui all’art. 106, comma 1-bis, del TUF), nonché la facoltà attribuita alle PMI (dall’art. 106, comma 1-ter, del TUF) di prevedere statutariamente una soglia diversa da quella del 30%, comunque non inferiore al 25% né superiore al 40%.

Sotto un diverso ma connesso profilo, la lettera f) dell’art. 5 dello Schema di Decreto propone di modificare il comma 2 dell’art. 106 del TUF, al fine di contenere l’onere riconnesso all’acquisto della partecipazione di controllo attraverso l’OPA, diminuendo, quindi, da dodici a sei mesi il periodo prima dell’OPA da prendersi in considerazione ai fini della determinazione del prezzo dell’offerta pubblica obbligatoria totalitaria.

Pertanto, in virtù di tali modifiche, si propone di prevedere che l’OPA obbligatoria venga promossa ad un prezzo non inferiore rispetto a quello più elevato pagato dall’offerente (e/o dalle persone che agiscono di concerto con quest’ultimo) nei 6 mesi anteriori (non più 12 mesi) alla comunicazione di cui all’art. 102, comma 1, del TUF, per acquisti di titoli della medesima categoria (ovvero, nel caso in cui non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso, a un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi 6 mesi o del minor periodo disponibile).

La medesima lettera f) dell’art. 5 dello Schema di Decreto prevede, inoltre, di incrementare la soglia per la sussistenza dell’obbligo di offerta pubblica totalitaria da consolidamento, per acquisti e/o maggiorazione dei diritti di voto rilevanti, di cui all’art. 106, comma 3, lett. b), del TUF, al 10% (in luogo del 5% attualmente previsto) del numero complessivo dei diritti di voto.

Inoltre, si propone un’integrazione all’art. 106, comma 5, lett. e), del TUF per includere espressamente, tra le esenzioni dall’obbligo di OPA totalitaria o da consolidamento, accanto alle (già previste) operazioni di fusione o di scissione, anche il conferimento in natura, atteso che la Relazione Illustrativa lo definisce *“operazione economicamente e funzionalmente analoga alla fusione e/o alla scissione sotto tutti i profili rilevanti”*. Pertanto, la nuova formulazione dell’art. 106, comma 5, lett. e), del TUF dovrebbe prevedere che *“la Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lett. b), non comporta l’obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da [...] e) operazioni di fusione, scissione o di conferimento in natura”*.

1.5 La riduzione della soglia dei titoli oggetto dell’OPA preventiva parziale esimente

La lettera g) dell’art. 5 dello Schema di Decreto propone la modifica dell’art. 107 del TUF, sempre al fine di contenere l’onere riconnesso all’acquisto della partecipazione di controllo attraverso l’OPA, e, al riguardo, dispone, tra le altre modifiche, di: **(i)** diminuire dal sessanta al cinquanta per cento dei titoli l’oggetto dell’OPA preventiva che esime dall’obbligo di successiva offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria; e **(ii)** di ridurre da dodici a sei 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, del TUF.

1.6 Diritto di acquisto (c.d. “squeeze-out”) al raggiungimento della soglia del 90% e anche ad esito di acquisti effettuati in adempimento della procedura di obbligo di acquisto (c.d. “sell-out”)

La lettera l) dell’art. 5 dello Schema di Decreto amplia l’esercizio del diritto di acquisto (c.d. “squeeze-out”) ex art. 111 del TUF, prevedendo espressamente, da un lato, che il superamento della soglia rilevante che dà luogo al diritto di acquisto non deve avvenire solo a seguito di un’offerta pubblica totalitaria, ma può essere integrato anche attraverso acquisti avvenuti in adempimento dell’obbligo di acquisto di cui all’art. 108, comma 2, del TUF

e, dall'altro lato, riducendo dal 95% (attualmente previsto) al 90% la soglia dei titoli la cui detenzione fa sorgere il diritto di acquisto ex art. 111 del TUF.

1.7 La procedura di acquisto totalitario

La lettera n) dell'art. 5 dello Schema di Decreto propone di introdurre un nuovo art. 112-*bis* del TUF che preveda una c.d. "procedura di acquisto totalitario delle azioni su autorizzazione dei soci", riprendendo e adattando lo *scheme of arrangement* previsto in taluni ordinamenti di *common law*, che, come precisato nella Relazione Illustrativa, *"ha dato all'estero buona prova di sé e che consente [...] di allineare il nostro sistema alle migliori pratiche internazionali"*.

Al riguardo, il nuovo art. 112-*bis* del TUF dispone che: **(i)** l'assemblea straordinaria dell'emittente può approvare un'operazione finalizzata a far acquisire ad un determinato soggetto individuato dall'organo amministrativo la totalità delle azioni di tale emittente; e **(ii)** il corrispettivo offerto nel contesto di tale operazione deve essere esclusivamente in denaro e non può essere inferiore alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi che precedono la comunicazione del potenziale acquirente da parte dell'organo amministrativo o all'eventuale maggior prezzo pagato dall'acquirente (o dalle persone che agiscono di concerto con quest'ultimo) per acquisti occorsi nel medesimo periodo.

Nel contesto di tale procedura di "acquisto totalitario", si prevede che il Consiglio di Amministrazione dell'emittente svolga un ruolo attivo, richiedendogli infatti di: **(i)** individuare il potenziale acquirente (sulla base di una proposta di acquisto vincolante ed irrevocabile), all'esito di una specifica valutazione circa l'interesse della società e dietro parere conforme rilasciato da un comitato composto da amministratori indipendenti dell'emittente, a parità di condizioni per tutti i possessori dei medesimi titoli; **(ii)** darne notizia al pubblico e alla Consob; e **(iii)** predisporre una relazione finalizzata a rendere possibile una compiuta valutazione della proposta e contenente, dunque, ogni dato e informazione utile (in particolare, le valutazioni dell'organo amministrativo e il parere motivato degli amministratori indipendenti sulla proposta e sulla congruità del relativo corrispettivo).

Con riferimento ai *quorum* deliberativi per approvare la cessione delle azioni oggetto di procedura di acquisto totalitario, il nuovo art. 112-*bis* del TUF introduce, al comma 5, la necessità del voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente presenti in assemblea, diversi: **(i)** dal socio che abbia presentato la proposta e dalle persone che agiscono di concerto con quest'ultimo (ove, naturalmente, siano già azionisti della società); e **(ii)** dal/i socio/i che detenga/ano, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza (anche relativa) purché superiore a un decimo del capitale sociale ⁵.

Nel contesto di tale procedura, si propone, inoltre, di attribuire alla Consob rilevanti poteri, rimettendo, infatti, al potere regolamentare dell'Autorità la disciplina di dettaglio in merito ai seguenti aspetti: **(i)** il contenuto specifico della comunicazione che l'organo gestorio è chiamato ad effettuare in merito all'individuazione dell'acquirente, nonché della relazione illustrativa, del parere degli amministratori indipendenti e delle relative modalità di pubblicazione; **(ii)** le garanzie di esatto adempimento che dovranno essere fornite dal potenziale acquirente; **(iii)** lo scenario in cui, dopo la comunicazione dell'organo amministrativo di cui al punto (i) che precede e prima della relativa assemblea straordinaria, sia promossa un'offerta pubblica sulle azioni del medesimo emittente; **(iv)** la trasparenza e la correttezza delle operazioni sulle azioni oggetto di cessione; **(v)** gli effetti sul corrispettivo degli acquisti di azioni oggetto della proposta, effettuati dall'acquirente (o dalle persone che agiscono di concerto con esso) dalla data della comunicazione dell'organo amministrativo di cui al punto (i) che precede; **(vi)** le modifiche alla proposta.

Inoltre, in pendenza della suddetta procedura di vendita totalitaria, si propone che la Consob possa: **(i)**

⁵ Ai fini della procedura di acquisto totalitario sono "sterilizzate" le limitazioni al diritto di voto previste da eventuali patti parasociali e le limitazioni al trasferimento delle azioni eventualmente previste dallo statuto dell'emittente o da patti parasociali. Inoltre, anche con riferimento alla procedura di acquisto totalitario, è riprodotta, sostanzialmente, la medesima clausola di "put up or shut up" prevista nel caso di *rumors* su una potenziale OPA (come sopra descritta).

sospenderla in via cautelare in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni di legge o regolamentari; **(ii)** sospenderla, per un termine non superiore a trenta 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; **(iii)** dichiararla decaduta in caso di accertata violazione delle suddette norme di legge e regolamentari, e **(iv)** imporre che l'acquisto avvenga ad un corrispettivo superiore a quello indicato nella proposta, allorquando vi sia stata collusione tra il potenziale acquirente (o le persone che agiscono di concerto con quest'ultimo) e uno o più soci dell'emittente ovvero quando vi sia fondato sospetto che i prezzi siano stati oggetto di manipolazione.

Il presente documento viene consegnato esclusivamente per fini divulgativi. Esso non costituisce riferimento alcuno per contratti e/o impegni di qualsiasi natura.

Per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento Vi preghiamo di contattare:

Francesco Gianni
Founding Partner
Corporate/M&A
Roma | +39 06 478751
fgianni@gop.it

Andrea Aiello
Partner
Corporate/M&A
Roma | +39 06 478751
aaiello@gop.it

Alessandro Merenda
Partner
Diritto dei Mercati Finanziari
Roma | +39 06 478751
amerenda@gop.it

Mariasole Conticelli
Senior Counsel
Diritto dei Mercati Finanziari
Milano | +39 02 763741
mconticelli@gop.it

Giulia Staderini
Of Counsel
Corporate/M&A
Roma | +39 06 478751
gstaderini@gop.it

Lidia Caldarola
Of Counsel
Diritto dei Mercati Finanziari
Roma | +39 06 478751
lcaldarola@gop.it



INFORMATIVA EX ART. 13 del Reg. UE 2016/679 - Codice in materia di protezione dei dati personali

I dati personali oggetto di trattamento da parte dallo studio legale Gianni & Origoni (lo "Studio") sono quelli liberamente forniti nel corso di rapporti professionali o di incontri, eventi, workshop e simili, e vengono trattati anche per finalità informative e divulgative. La presente newsletter è inviata esclusivamente a soggetti che hanno manifestato il loro interesse a ricevere informazioni sulle attività dello Studio. Se Le fosse stata inviata per errore, ovvero avesse mutato opinione, può opporsi all'invio di ulteriori comunicazioni inviando una e-mail all'indirizzo: relazioniesterne@gop.it. Titolare del trattamento è lo studio Gianni & Origoni, con sede amministrativa in Roma, Via delle Quattro Fontane 20.