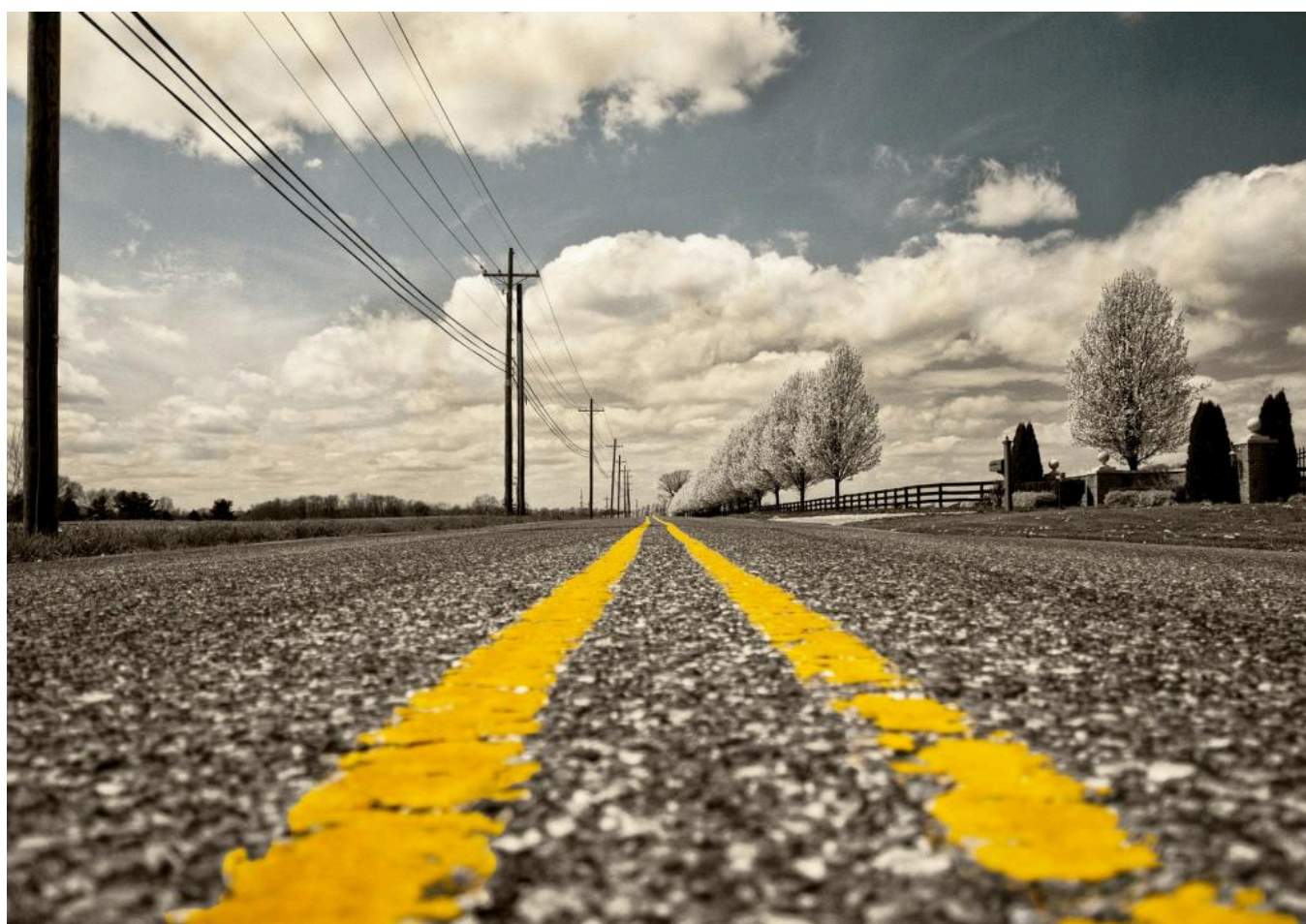




# Il nuovo TUF: una riforma tra ambizioni europee, silenzi pericolosi e domande senza risposta

D.Lgs. 27 marzo 2026, n. 47 — Attuazione della Legge n. 21/2024 (Legge Capitali)

22 Aprile 2026



SOCIETÀ

## Altri articoli dell'autore

[DIRITTO / Sindacato e compliance: oltre l'ideologia, la tecnica](#)

[DIRITTO / Sindacato e compliance: oltre l'ideologia, la tecnica](#)

Newsletter

Abbonamenti



## DIRITTO

di Vincenzo Candido Renna



TUF, società, Governance, compliance, PMI, società di partenariato

## Il nuovo TUF: una riforma tra ambizioni europee, silenzi pericolosi e domande senza risposta

*D.Lgs. 27 marzo 2026, n. 47 — Attuazione della Legge n. 21/2024 (Legge Capitali)*

### Prodromi di una riforma annunciata: la Legge Capitali e il suo erede

Il **decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47**, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 86 del 14 aprile 2026 ed in vigore dal 29 aprile successivo, rappresenta l'epilogo — si spera non effimero — di un percorso avviato con la **legge 5 marzo 2024, n. 21** (c.d. Legge Capitali). È lecito chiedersi, con la deferenza che si deve al legislatore e con l'ironia che merita, se un mercato dei capitali storicamente asfittico si guarisca con un decreto da quattordici articoli e alcune decine di novelle al codice civile. La risposta, come accade spesso nel diritto italiano, è: dipende. Dipende dai regolamenti attuativi che Consob e Banca d'Italia sono chiamate ad adottare, dipende dalla tenuta interpretativa degli istituti introdotti, dipende — in ultima analisi — dalla volontà degli operatori di credere davvero in un mercato domestico cui per decenni si è preferito l'esilio in Lussemburgo.

La riforma si muove lungo quattro direttrici principali: la *competitività dei mercati* e l'accesso delle PMI alla quotazione; la *governance delle società quotate*; il *riassetto della vigilanza* tra Consob e Banca d'Italia; l'introduzione di *nuovi istituti*, tra cui la società di partenariato. Su ciascuno di questi assi emergono profili di merito rilevanti, ma anche — e qui viene il bello — silenzi, ambiguità e rischi applicativi che il legislatore delegat affidato, con nobile eleganza, ai soggetti vigilati e alle Autorità di settore.

### Quotazione delle PMI e incentivi strutturali: la

Newsletter

Abbonamenti



allentamento delle procedure sulle operazioni con parti correlate sotto le soglie quantitative stabilite dalla Consob. Si abbassa la soglia dello *squeeze-out* dal 95% al 90%: una misura di razionale efficienza. Si consente il *downlisting* verso sistemi multilaterali, trasformando il declassamento da resa in scelta strategica.

Tutto ciò è ragionevole, anzi apprezzabile. Il problema è strutturale: l'Italia non ha pochi strumenti giuridici per la quotazione, ha poca cultura del mercato. Nessun regime fiscale agevolato, nessun incentivo per i gestori di risparmio, nessuna politica industriale per le PMI innovative è contenuto nel decreto. Il legislatore rimuove ostacoli formali e conta sull'effetto domino. È un po' come abbattere le porte di un teatro vuoto sperando che il pubblico entri da solo.

## La governance delle società quotate: il principio-based e i suoi rischi

Sul versante della **corporate governance**, il decreto opera in senso *principle-based*: l'autonomia statutaria viene ampliata, le assemblee possono svolgersi in forma esclusivamente telematica (salvo richiesta di almeno un ventesimo del capitale), si riaffermano i doveri di vigilanza informata degli amministratori non esecutivi, si estende il divieto di concorrenza ai dirigenti con responsabilità strategiche.

Merita attenzione — e qualche cautela — l'**abrogazione della clausola anti-interlocking** (art. 36 d.l. n. 201/2011). Il divieto di incarichi incrociati nei settori bancario, finanziario e assicurativo era, certo, rigido e talvolta anacronistico. Ma la sua soppressione in favore di un approccio basato su trasparenza, presidi interni e vigilanza *ex post* solleva un interrogativo legittimo: chi presidierà concretamente i conflitti di interesse nei board delle grandi istituzioni finanziarie? La risposta implicita — la Consob — non è del tutto rassicurante per chi conosca i tempi e le risorse dell'Autorità.

## La vigilanza riorganizzata: interPELLI, archivi e il sogno della cooperazione

Il decreto introduce un modello di **cooperative compliance** inedito nel nostro ordinamento finanziario: gli operatori potranno formulare interPELLI preventivi a Consob e Banca d'Italia su situazioni che potrebbero integrare violazioni normative. Le Autorità istituiscono archivi digitali pubblici delle loro disposizioni e orientamenti. Si razionalizzano i termini procedimentali. Sul piano teorico, è un passo verso la certezza del diritto. Sul piano pratico, sorge spontanea la domanda: in quale lasso di tempo le Autorità risponderanno agli interPELLI? Con quale vincolatività? E come si coordinerà questo nuovo

[Newsletter](#)[Abbonamenti](#)



affronta perché non è di sua competenza, e che il legislatore di bilancio omette sistematicamente. Nel frattempo, i soggetti vigilati si troveranno a navigare tra regolamenti attuativi ancora da adottare e orientamenti il cui valore giuridico è, per usare un eufemismo, dibattuto.

## La società di partenariato: un istituto elegante con un'identità ancora da costruire

Tra le novità più attese, la **società di partenariato** è certamente quella che ha suscitato maggiore attenzione mediatica e — occorre dirlo — anche qualche enfasi ingiustificata. Il nuovo istituto è configurato come *organismo di investimento collettivo del risparmio chiuso*, costituito nella forma della società in accomandita per azioni, con oggetto esclusivo l'investimento in imprese non quotate nell'ambito del private equity e del venture capital.

L'intenzione del legislatore è chiara e apprezzabile: creare un veicolo italiano di investimento alternativo — strutturalmente ispirato alla *limited partnership* anglosassone — per ridurre la fuga verso le giurisdizioni estere (Lussemburgo, Irlanda, Paesi Bassi). La S.a.p.a. viene dunque riqualficata funzionalmente come «contenitore» normativo, con accomandanti-investitori la cui responsabilità è limitata al capitale conferito e un gestore (accomandatario o SGR esterna) che risponde operativamente della gestione.

**La tesi critica che qui si propone** è la seguente: la società di partenariato è un istituto giuridicamente ingegnoso ma applicativamente rischioso, poiché innesta una logica di diritto finanziario — quella degli OICR — su una struttura di diritto societario — la S.a.p.a. — che nel nostro ordinamento è storicamente marginale, poco frequentata dalla prassi e priva di una giurisprudenza consolidata. Diversamente dalla *limited partnership* inglese, costruita su secoli di case law, la società di partenariato italiana nasce orfana di prassi statutaria, orientamenti arbitrari e precedenti giurisprudenziali. Il rischio è che diventi uno strumento d'élite per i grandi operatori assistiti da studi legali internazionali, lasciando le PMI — le presunte beneficiarie — senza reale accesso allo strumento.

## Sistemi di controllo interno, D.Lgs. 231/2001 e standard ISO: la riforma come acceleratore di compliance

È sul versante dei **sistemi di controllo interno** che il decreto esprime, forse involontariamente, la sua maggiore portata sistemica. La riforma del codice civile — contenuta nell'art. 9 del decreto — impone una scelta statutaria esplicita tra i tre modelli di governance (tradizionale, dualistico, monistico), riafferma la centralità degli

[Newsletter](#)[Abbonamenti](#)



Per il professionista della compliance, ciò significa che la locuzione "adeguati assetti" — già codificata nell'art. 2086 c.c. dalla riforma del 2019 — acquisisce nuova centralità normativa. Le imprese quotate o che aspirano alla quotazione saranno spinte verso sistemi di controllo più strutturati, certificabili e documentabili. In tale prospettiva, gli **standard ISO 37001 (anti-bribery), ISO 37301 (compliance), ISO 27001 (information security) e ISO 22301 (business continuity)** smettono di essere optional di eccellenza e diventano strumenti di presidio del rischio atteso dalla stessa riforma.

L'**Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. 231/2001** è destinato a subire l'impatto più diretto: la ridefinizione funzionale unitaria dell'organo di controllo (art. 9 del decreto, che ricomprende collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato per il controllo sulla gestione) accentua la necessità di coordinamento tra OdV e collegio sindacale, già tematizzata dalle Linee Guida CNDCEC del novembre 2025. Inoltre, il potenziamento sanzionatorio di Consob e la nuova disciplina delle OPA incidono direttamente sul catalogo dei reati-presupposto del D.Lgs. 231/2001, in particolare sulle fattispecie di manipolazione del mercato (art. 25-sexies) e di ostacolo alla vigilanza.

La **continuità aziendale** è un tema che permea trasversalmente la riforma: il coordinamento con il Codice della crisi d'impresa — cui il decreto rinvia esplicitamente per le competenze non delegabili degli amministratori — richiede che i sistemi di controllo interno siano progettati anche in chiave anticipatoria. Non è casuale che ISO 22301 sul business continuity management sia oggi oggetto di crescente attenzione da parte delle società operanti in settori regolamentati.

## L'intelligenza artificiale entra in società: una sfida per la governance e per il diritto

La riforma non poteva ignorare l'impatto dell'intelligenza artificiale sulla governance aziendale. E difatti non lo ignora: le norme sulle **assemblee telematiche** e sul voto elettronico aprono scenari in cui l'IA può assistere i processi deliberativi, analizzare i dati di voto, identificare anomalie nelle partecipazioni. Il decreto prevede che lo statuto possa consentire riunioni esclusivamente da remoto — una scelta che, combinata con l'uso di sistemi di IA per la gestione assembleare, ridisegna la nozione stessa di «partecipazione» alla vita sociale.

Sul versante della compliance, la convergenza tra la riforma TUF e la **Legge 23 settembre 2025, n. 132** (recepimento dell'AI Act nell'ordinamento italiano) produce effetti significativi. La Legge 132/2025 introduce aggravanti specifiche per i reati di aggio

[Newsletter](#)[Abbonamenti](#)



L'IA, al contempo, è destinata a diventare uno strumento di compliance: sistemi di monitoraggio continuo, analisi predittiva dei rischi di non conformità, audit algoritmici. La tentazione è quella di considerare i MOG 231 e i sistemi ISO come strutture statiche da aggiornare, anziché come architetture adattive da riprogettare. Chi non comprenderà questa distinzione si troverà tra qualche anno a difendere modelli formalmente aggiornati ma sostanzialmente inadeguati.

## Un giudizio complessivo: la riforma è necessaria, ma non è sufficiente

Il D.Lgs. n. 47/2026 è un intervento necessario, tecnicamente dignitoso, politicamente coraggioso nella misura in cui tocca interessi consolidati (l'anti-interlocking) e introduce istituti genuinamente innovativi (la società di partenariato, la cooperative compliance). Ciò detto, la riforma sconta tre limiti strutturali che nessun buon decreto può da solo rimuovere.

Il **primo** è il deficit di cultura finanziaria del sistema-Paese: le norme possono abbattere barriere formali, non possono creare domanda di mercato. Il **secondo** è la dipendenza dai regolamenti attuativi: la maggior parte delle disposizioni più innovative entrerà in vigore — di fatto — solo dopo l'adozione dei regolamenti di Consob e Banca d'Italia, i cui tempi sono storicamente imprevedibili. Il **terzo** è la sottovalutazione dell'impatto sui sistemi di controllo interno: la riforma ridisegna competenze, responsabilità e interazioni tra organi societari, ma non fornisce agli operatori strumenti interpretativi per gestire la transizione.

*Il diritto, come la medicina, può prescrivere terapie appropriate a patologie reali. Ma se il paziente non prende le medicine, o se il farmacista non le ha ancora preparate, il referto resta un documento interessante e null'altro. Il mercato dei capitali italiano ha bisogno di riforme strutturali: questa è una di esse. Non è la guarigione, è la diagnosi corretta. Che sia finalmente seguita dalla cura, lo si vedrà nei prossimi anni.*

### Note bibliografiche e fonti principali

#### D.Lgs. 27 marzo 2026, n. 47

(G.U. Serie Generale n. 86 del 14 aprile 2026, Supplemento Ordinario n. 14 — Codice redazionale: 26G00064<sup>1</sup>)

Decreto legislativo di attuazione della delega conferita dall'art. 19 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge C. recante riforma organica del TUF (D.Lgs. 58/1998) e delle disposizioni del codice civile in materia societaria.

#### Legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali)

[Newsletter](#)[Abbonamenti](#)

**Atto del Governo n. 331 (Schema di decreto legislativo)**

Trasmissione alle Camere in data 21 ottobre 2025 per l'acquisizione del parere parlamentare.

Dossier Senato della Repubblica n. 575 (ottobre 2025) — Servizio Studi

Analisi sistematica dello schema di decreto, con ricostruzione delle principali innovazioni normative e del loro impatto sul sistema dei mercati finanziari.

**Banca d'Italia — Audizione presso le Commissioni riunite Giustizia e Finanze (26 novembre 2025)**

Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria sullo schema di riforma del TUF, con particolare riferimento ai profili di governance, vigilanza e assetti del risparmio gestito.

**CNDCEC — “Linee Guida per lo svolgimento delle funzioni dell’Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. 231/2001”**

(Novembre 2025, Osservatorio Nazionale D.Lgs. 231/2001)

Documento sistematico in materia di coordinamento tra OdV, organi di controllo e sistemi di governance, rilevante anche alla luce delle innovazioni introdotte dalla riforma.

**Legge 23 settembre 2025, n. 132**

(G.U. n. 223 del 25 settembre 2025)

Disposizioni per l'adeguamento dell'ordinamento nazionale al Regolamento (UE) 2024/1689 (Artificial Intelligence Act).

Introduce, tra l'altro, specifiche aggravanti per i reati di aggioaggio (art. 2637 c.c.) e manipolazione del mercato (art. 185 TUF) se commessi mediante sistemi di intelligenza artificiale.

**OECD — “OECD Capital Market Review of Italy” (2020)**

Analisi strutturale del mercato dei capitali italiano, con raccomandazioni di policy in tema di accesso al mercato, governance e sviluppo degli investimenti.

**Ministero dell'Economia e delle Finanze — Libro Verde sui mercati dei capitali (2022)**

Documento di consultazione pubblica volto a individuare criticità e possibili linee di intervento per il rafforzamento della competitività del mercato finanziario italiano.

**Dirittobancario.it — Contributi sulla riforma TUF (2025–2026)**

Rivista scientifica di settore. Si segnalano, in particolare:

- contributi sull'Atto del Governo n. 331 (ottobre 2025);
- analisi delle novità normative successive all'approvazione del D.Lgs. n. 47/2026.

**Tidona e Associati — Studio Legale**

“Quadro sistematico delle principali novità introdotte nel TUF e nel codice civile” (febbraio 2026)

Analisi tecnico-giuridica delle modifiche normative con focus su governance societaria e gestione collettiva del risparmio.

**Articoli più letti su questo argomento**

**DIRITTO / Profilazione dei clienti e cessione di ramo d'azienda: multa da 17 milioni**

Newsletter

Abbonamenti

**DIRITTO / Compensi reversibili e qualificazione convenzionale****DIRITTO / Profilazione dei clienti e cessione di ramo d'azienda: multa da 17 milioni a Intesa Sanpaolo***di iusgate***DIRITTO / Sindacato e compliance: oltre l'ideologia, la tecnica***di Vincenzo Candido Renna***DIRITTO / Sindacato e compliance: oltre l'ideologia, la tecnica***di Vincenzo Candido Renna***DIRITTO / Il rating di legalità tra vecchi paradigmi e nuovi orizzonti***di Vincenzo Candido Renna***DIRITTO / Fondazioni lirico-sinfoniche e governance impossibile: quando il diritto impedisce la gestione manageriale***di Paolo Bruno Malaspina***DIRITTO / Governance del sistema musicale italiano e nomina dei vertici artistici***di Paolo Bruno Malaspina***DIRITTO / Il rating di legalità nelle Fondazioni Lirico-Sinfoniche e negli Enti Culturali: profili giuridici e strategici di governance***di Paolo Bruno Malaspina***DIRITTO / C'è una svolta autoritaria in Italia?**

Newsletter

Abbonamenti



## conseguimento degli utili percepiti dal terzo

di Stefano Taddeucci



## DIRITTO / La governance delle società quotate tra autonomia negoziale e segregazione: il caso Ferrari

di Paolo Gaeta, Emma Maresca



Sede legale e amministrativa

**InFOROmatica S.r.l.**

Via Castiglione 81, 40124 - Bologna

Tel. 051.98.43.125

Fax 051.98.43.529

P.IVA IT02575961202



Iscriviti alla newsletter



Cerca nel sito

**ABBONAMENTI**

Chi siamo  
Contatti

Autori  
Comitato scientifico

Newsletter

Abbonamenti

Redazione

Partner



[Contestazioni](#)  
[Note legali](#)  
[Privacy Policy](#)  
[Cookie Policy](#)

[Recensioni](#)  
[Sei un fotografo?](#)  
[Norme redazionali generali](#)  
[Regole per invio e referaggio](#)

[RSS contributi](#)  
[Academy](#)  
[Archivio articoli](#)  
[Codici](#)  
[Riviste](#)  
[Rubriche](#)

Copyright © 2021, Informativa S.r.l.

Direttore responsabile: Antonio Zama - Tribunale Bologna 24.07.2007, n.7770 - ISSN 2239-7752

Credits



[Newsletter](#)

[Abbonamenti](#)