

OPA e acquisto totalitario: il nuovo volto del TUF

22 ottobre 2025

Principali novità in tema di OPA e introduzione dell'acquisto totalitario

- Soglia unica del 30% per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto ("**OPA**")
- Riduzione da 12 a 6 mesi del periodo di riferimento per la determinazione del prezzo minimo dell'OPA obbligatoria
- Esenzione dall'obbligo di OPA da consolidamento a seguito di acquisti (o maggiorazioni di voto) fino al 10%, anziché al 5%, nell'arco di 12 mesi, per azionisti già titolari di oltre il 30%
- Riduzione dal 60% al 50% della soglia dei titoli oggetto dell'OPA preventiva che dispensa l'offerente dall'OPA obbligatoria
- Riduzione della soglia per l'esercizio dello *squeeze-out* dal 95% al 90%, ed estensione della disciplina agli strumenti finanziari diversi dai titoli (come le azioni di risparmio)
- Introduzione di un meccanismo di acquisto totalitario su autorizzazione dell'assemblea straordinaria
- Presunzioni assolute riguardanti la definizione di "persone che agiscono di concerto" sostituite con presunzioni relative
- "*Put up or shut up*": in caso di *rumor*, Consob può stabilire un termine entro cui il potenziale offerente deve rendere nota la decisione di promuovere l'offerta o formulare la proposta di acquisto totalitario, pena il divieto di promuovere un'offerta per i successivi 12 mesi o una proposta di acquisto per i successivi 6 mesi
- *Cash alternative* nel *sell-out* circoscritto ai casi in cui il corrispettivo sia costituito da strumenti finanziari diversi da titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'UE
- Altri interventi alla disciplina OPA riguardano, tra gli altri: formato del documento d'offerta, sospensione dei termini per l'approvazione di Consob in caso di gravi carenze informative, termine di approvazione del documento (esteso a 10 giorni) dopo l'ottenimento delle eventuali autorizzazioni regolamentari di settore, e documento di esenzione per le offerte di scambio

Per qualsiasi domanda relativa ai temi trattati nel presente *memorandum*, potete contattare qualsiasi avvocato del nostro studio con cui siete abitualmente in contatto o gli autori di seguito indicati.

Giuseppe Scassellati Sforzolini

+39 06 6952 2220

gscassellati@cgsh.com

Roberto Bonsignore

+39 02 7260 8230

rbonsignore@cgsh.com

Matteo Montanaro

+39 02 7260 8244

mmontanaro@cgsh.com

David Singer

+39 02 7260 8274

dsinger@cgsh.com

Paolo Rainelli

+39 02 7260 8246

prainelli@cgsh.com

Gerolamo da Passano

+39 02 7260 8232

gdapassano@cgsh.com

Nicole Puppiani

+39 02 7260 8616

npuppiani@cgsh.com

Edoardo Ghio

+39 02 7260 8278

eghio@cgsh.com

Valentina Camusso

+39 02 7260 8688

vcamusso@cgsh.com



clearygottlieb.com

© Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, 2025. Tutti i diritti sono riservati.

Questo memorandum, che contiene informazioni generali e non può essere considerato come parere legale, è destinato ai clienti e amici di Cleary Gottlieb al fine di aggiornarli su sviluppi normativi che potrebbero essere di loro interesse. Attraverso questo memorandum "Cleary Gottlieb" e lo "studio" si riferiscono a Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP e ad entità ad esso collegate in alcune giurisdizioni; il termine "uffici" comprende le sedi di tali entità collegate.

L'8 ottobre 2025, il Consiglio dei ministri ha approvato, in esame preliminare, lo schema di decreto legislativo di attuazione della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, come integrata dalla legge 11 marzo 2025, n. 28 (la "Legge Capitali")¹, contenente misure volte a riformare in modo organico le disposizioni in materia di mercati dei capitali di cui al Decreto Legislativo n. 58 del 1998 (il "TUF") e le disposizioni in materia di società di capitali di cui al codice civile (il "D.lgs. Capitali"). Il D.lgs. Capitali sarà ora oggetto di esame da parte delle commissioni parlamentari competenti, che dovranno esprimersi entro quaranta giorni, e in seguito sottoposto all'approvazione definitiva del Consiglio dei ministri.

I. Introduzione

La Legge Capitali ha conferito al Governo una delega per la riforma organica del TUF con l'obiettivo di favorire lo sviluppo del mercato dei capitali e canalizzare in modo più efficace gli investimenti privati in società quotate italiane eliminando i casi di *gold plating*.

Il D.lgs. Capitali, nell'attuare tale delega, deve conformarsi ai principi e criteri direttivi fissati dalla Legge Capitali, tra cui:

- sostenere la crescita economica del Paese;
- aumentare la competitività del mercato nazionale, semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti;
- facilitare il finanziamento dell'impresa in tutte le sue fasi di crescita, ivi incluso il passaggio dalla quotazione su MTF ai mercati regolamentati;
- rivedere le regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione;
- semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina;
- prevedere il riordino e l'aggiornamento della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio;

- contemperare il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli;
- assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni; e
- aggiornare il regime di responsabilità delle autorità regolamentari e di vigilanza, quali Banca d'Italia e Consob.

II. Principali modifiche alla disciplina OPA

Tra le altre novità, il D.lgs. Capitali introduce modifiche significative alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, ivi incluso un nuovo istituto di acquisto totalitario su autorizzazione dei soci, ispirato a taluni ordinamenti di *common law*.

a. Soglia unica del 30% per l'obbligo di OPA

La riforma prevede una soglia unica del 30% del capitale o dei diritti di voto per l'insorgenza dell'obbligo di OPA totalitaria *ex art.* 106 del TUF.

Il D.lgs. Capitali abroga quindi (i) la soglia del 25% del capitale per le società diverse dalle PMI e (ii) la possibilità per le PMI di inserire in statuto soglie alternative, comprese tra il 25% e il 40% del capitale o dei diritti di voto, entrambe introdotte nel 2014.

La soglia unica e generalizzata del 30% è in linea con gli *standard* adottati in diversi altri ordinamenti europei, nonché con la Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto.

Soglia unica del 30% per l'obbligo di OPA

b. Riduzione del periodo di riferimento per il calcolo del prezzo minimo dell'OPA obbligatoria

Il D.lgs. Capitali prevede che, ai fini della determinazione del prezzo minimo dell'OPA obbligatoria di cui all'art. 106 del TUF, si debba considerare il prezzo più elevato pagato dall'offerente o da persone che agiscono di concerto nei sei (e non più 12) mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta *ex art.* 102 del TUF.

¹ Il testo della Legge Capitali è disponibile [qui](#).

La modifica ha l'obiettivo di contenere l'onere economico legato all'acquisizione del controllo, evitando che il prezzo dell'offerta sia influenzato da operazioni di acquisto effettuate in un momento temporalmente lontano rispetto alla promozione dell'offerta.

Insieme alla previsione della soglia unica del 30%, questa misura contribuisce a una semplificazione complessiva del regime OPA, proponendosi di accrescere la dinamicità e l'efficienza del mercato del controllo societario.

Inoltre, la riforma chiarisce che, in caso di superamento della soglia OPA derivante dall'acquisto di azioni a voto plurimo, l'offerta dev'essere promossa almeno al medesimo prezzo pagato per l'acquisto di tali azioni a voto plurimo, se più elevato.

Riduzione da 12 a 6 mesi del periodo di riferimento per individuare il prezzo più elevato pagato dall'offerente ai fini della determinazione del prezzo minimo dell'OPA obbligatoria

c. Innalzamento della soglia per l'OPA da consolidamento

Il D.lgs. Capitali interviene anche sulla disciplina della cosiddetta "OPA da consolidamento" di cui all'art. 106, comma 3, lett. b), del TUF, innalzandone la soglia. In particolare, agli azionisti che già detengono tra il 30% e il 50% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria è consentito incrementare i propri diritti di voto (a seguito di acquisti o maggiorazioni di voto) fino al 10% (e non più al 5%) nell'arco di 12 mesi, senza che ciò faccia scattare l'obbligo di OPA.

Rispetto alla previgente soglia del 5%, la nuova disciplina riduce il numero di situazioni che fanno scattare l'obbligo di OPA da consolidamento, attribuendo maggiore flessibilità agli azionisti di controllo relativo nell'incremento progressivo della propria partecipazione.

Obbligo di OPA da consolidamento conseguente a incrementi dei diritti di voto superiori al 10% (anziché al 5%) per gli azionisti che detengono almeno il 30% dei diritti di voto

d. Riduzione della soglia per l'OPA preventiva quale esenzione dall'obbligo di successiva OPA totalitaria

Il D.lgs. Capitali modifica la soglia minima richiesta per l'OPA preventiva ai sensi dell'art. 107 del TUF.

In particolare, è esentato dall'obbligo di promuovere una successiva OPA totalitaria chi abbia superato la soglia OPA a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o scambio avente a oggetto almeno il 50% (e non più il 60%) dei titoli di ciascuna categoria. Tale modifica amplia le possibilità per gli offerenti di acquisire il controllo senza dover promuovere un'offerta sull'intero capitale sociale.

Viene inoltre ridotto da 12 a sei mesi il periodo successivo alla chiusura dell'offerta preventiva entro il quale deve essere promossa un'OPA totalitaria, qualora (i) l'offerente o persone che agiscono di concerto con lo stesso abbiano incrementato la propria partecipazione in misura superiore all'1% oppure (ii) l'emittente abbia deliberato operazioni di fusione o scissione cui consegua la revoca dalla quotazione.

Riduzione dal 60% al 50% della soglia minima dei titoli di ciascuna categoria oggetto di OPA preventiva che esime dall'obbligo di successiva OPA totalitaria

e. Riduzione della soglia per l'esercizio dello squeeze-out

Il D.lgs. Capitali riduce dal 95% al 90% la soglia al cui raggiungimento l'offerente può esercitare il diritto di acquisto *ex art.* 111 del TUF (*squeeze-out*) sulle minoranze residue.

La riforma estende inoltre l'operatività dello *squeeze-out* a strumenti finanziari diversi dai titoli, come definiti all'art. 93-bis, comma 1, lett. c), del TUF. In particolare, la nuova formulazione consente di ricomprendere anche le azioni di risparmio, indipendentemente dal livello di flottante che esse rappresentano.

Riduzione della soglia per l'esercizio dello squeeze-out dal 95% al 90%. Estensione della disciplina agli strumenti finanziari diversi dai titoli (tra cui le azioni di risparmio)

f. Introduzione di un meccanismo di acquisto totalitario su autorizzazione dell'assemblea straordinaria dei soci

L'innovazione più significativa della riforma è rappresentata dall'inserimento, all'art. 112-*bis* del TUF, di un nuovo istituto di acquisto totalitario (con conseguente *delisting*) su autorizzazione assembleare, alternativo alle tradizionali procedure di OPA. Ispirato allo *scheme of arrangement* previsto in alcuni ordinamenti di *common law*, il nuovo istituto consente a un terzo di acquistare la totalità delle azioni di una società quotata (senza promuovere un'OPA) qualora tale acquisto sia approvato con delibera dell'assemblea straordinaria dell'emittente.

La delibera avente a oggetto la cessione totalitaria dev'essere approvata sia con le maggioranze previste dalla legge per le assemblee straordinarie², sia con la maggioranza semplice dei soci presenti in assemblea diversi (i) dal socio o dai soci che hanno presentato la proposta e dai soggetti che agiscono di concerto con gli stessi, nonché (ii) dal socio (o soci che agiscono di concerto) di maggioranza anche relativa (purché superiore al 10% del capitale).

Eventuali limitazioni ai diritti di voto contenute nei patti parasociali sono inefficaci nell'assemblea straordinaria convocata per deliberare sulla cessione della totalità delle azioni.

Il corrispettivo deve essere esclusivamente in denaro e non può essere inferiore (i) alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi precedenti la comunicazione dell'operazione, e (ii) a qualsiasi prezzo pagato dall'acquirente (o da persone che agiscono di concerto con lo stesso) per acquisti effettuati nello stesso arco temporale.

L'organo amministrativo dell'emittente svolge un ruolo centrale, individuando il potenziale acquirente sulla base di una proposta di acquisto vincolante e irrevocabile (a parità di condizioni per tutti i possessori dei medesimi titoli) e dandone comunicazione a Consob e al pubblico, nonché predisponendo una relazione illustrativa contenente tutti i dati utili per l'apprezzamento della proposta di

acquisto, le proprie valutazioni e un parere motivato degli amministratori indipendenti sulla proposta e sull'adeguatezza del corrispettivo.

L'efficacia del trasferimento delle azioni decorre dalla data di iscrizione della delibera, salvo diversa indicazione nella delibera stessa (previa comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto).

A Consob è attribuito il potere di disciplinare (i) il contenuto della comunicazione della proposta a Consob e al pubblico da parte dell'organo amministrativo, della relazione illustrativa dell'organo amministrativo e del parere degli amministratori indipendenti, (ii) le garanzie di esatto adempimento che devono essere fornite dall'acquirente, (iii) i casi in cui tra la data della comunicazione e il giorno precedente l'assemblea straordinaria sia promossa un'offerta pubblica di acquisto sulle stesse azioni, e (iv) i profili di correttezza e trasparenza delle operazioni sulle azioni oggetto di trasferimento.

Introduzione di un meccanismo di acquisto totalitario tramite cui un terzo può acquistare la totalità delle azioni di una società quotata qualora tale operazione sia approvata dall'assemblea straordinaria (con voto favorevole della maggioranza qualificata di 2/3 dei presenti, nonché della maggioranza semplice dei presenti diversi dal potenziale acquirente, nonché dal socio di maggioranza assoluta o relativa con un partecipazione superiore al 10%)

g. Modifiche alla definizione di "persone che agiscono di concerto"

Il D.lgs. Capitali prevede la sostituzione delle presunzioni assolute, attualmente incluse nella definizione di "persone che agiscono di concerto" (prevista dall'art. 101-*bis* del TUF) con presunzioni relative.

Il sistema delle presunzioni assolute costituisce infatti un'eccezione rispetto alla prassi dei principali ordinamenti europei e può comportare il rischio di

² L'assemblea è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale (salvo che lo statuto non preveda un *quorum* più elevato) e le deliberazioni sono adottate con la maggioranza dei 2/3 del capitale sociale rappresentato in assemblea.

estendere l'applicazione del concetto di concerto anche a fattispecie non meritevoli di essere considerate tali (quali i patti di mera consultazione o il caso di un amministratore dell'offerente – che si presume essere una parte che agisce di concerto – che vota contro l'offerta).

In aggiunta, il D.lgs. Capitali introduce una nuova definizione di “parti interessate” al fine di garantire che i poteri di vigilanza informativa di Consob possano continuare a essere esercitati anche nei confronti di soggetti che, pur trovandosi in una delle condizioni precedentemente qualificate come presunzioni assolute di concerto, abbiano fornito prova contraria all'esistenza del concerto.

La finalità del “*mantenimento del controllo*” sull'emittente è stata inoltre espunta dalla definizione di “persone che agiscono di concerto”, in quanto finalità di incerto ambito applicativo ed espressione di *gold plating* (poiché non prevista dalla normativa europea). Pertanto, la definizione farà riferimento solo alla finalità di “*acquisire o rafforzare il controllo*”.

Sostituzione del sistema di presunzioni assolute con un regime di presunzioni relative per la definizione di “persone che agiscono di concerto”

h. Nuovi poteri a Consob: la regola del “put up or shut up” in presenza di notizie o indiscrezioni

Il D.lgs. Capitali introduce un meccanismo volto a gestire le situazioni di incertezza del mercato derivanti dalla circolazione di notizie o indiscrezioni non confermate (i c.d. *rumor*) in merito alla possibile promozione di un'OPA. In particolare, viene attribuito a Consob il potere di fissare un termine entro cui il potenziale offerente, oggetto di tali indiscrezioni, è tenuto a dichiarare pubblicamente se intenda effettivamente promuovere un'offerta. Il meccanismo richiama la regola del “*put up or shut up*” prevista dal *Takeover Code* nel Regno Unito, e mira a fornire maggiore certezza e trasparenza al mercato.

In caso di mancata *disclosure* entro il termine stabilito o di smentita del *rumor*, al potenziale offerente sarà preclusa per i successivi 12 mesi la possibilità di promuovere un'offerta avente a oggetto i titoli del

medesimo emittente (art. 102, comma 8, del TUF, come modificato).

Si precisa che analoga previsione è stata introdotta con riferimento a una possibile procedura di vendita totalitaria. In particolare, in presenza di *rumor* Consob può stabilire un termine entro il quale il potenziale acquirente deve rendere nota la decisione di formulare una proposta di acquisto. 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 (nuovo art. 112-*bis*, comma 11, del TUF).

In presenza di rumor, introduzione del potere di Consob di stabilire un termine entro cui il potenziale offerente deve rendere nota al mercato la decisione di promuovere un'offerta o formulare una proposta di acquisto in caso di procedura di vendita totalitaria, pena il divieto di promuovere un'offerta per i successivi 12 mesi o una proposta di acquisto totalitario per i successivi 6 mesi

i. Corrispettivo del sell-out

Il D.lgs. Capitali modifica in parte l'art. 108, comma 5, del TUF in materia di corrispettivo dovuto ai possessori dei titoli ancora in circolazione in seguito a un'offerta totalitaria.

Il D.lgs. Capitali restringe l'ambito applicativo dell'obbligo di offrire una somma in denaro (*cash alternative*) agli azionisti richiedenti al raggiungimento da parte dell'offerente delle soglie previste dall'art. 108, commi 1 e 2, del TUF (il c.d. diritto di *sell-out*).

In particolare, la nuova formulazione dell'art. 108 del TUF riconosce agli azionisti il diritto di esigere un corrispettivo in denaro nei soli casi in cui il corrispettivo dell'offerta sia costituito da strumenti finanziari diversi da titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'Unione europea.

Obbligo della cash alternative nel sell-out circoscritto ai casi in cui il corrispettivo sia costituito da strumenti finanziari diversi da titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato dell'UE

j. Altri interventi alla disciplina OPA

Altri interventi alla disciplina OPA comprendono interventi su:

- il formato del documento d'offerta, da redigersi in un formato leggibile in via automatizzata, in italiano o (ma in questo caso con una nota di sintesi in italiano) in “*in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale a scelta dell'offerente*”. È dunque prevista la possibilità che il documento d'offerta sia redatto in inglese;
- la sospensione dei termini per l'approvazione del documento d'offerta da parte di Consob, ora prevista solo in caso di “*gravi carenze informative*” (standard più stringente di quello attuale, ossia “*qualora si renda necessario richiedere all'offerente informazioni supplementari*”);
- il termine di approvazione del documento d'offerta successivamente all'ottenimento di eventuali autorizzazioni amministrative ai sensi della normativa di settore applicabile (BCE, Banca d'Italia, IVASS, etc.), ora esteso da cinque a 10 giorni; e
- la procedura di approvazione del documento di esenzione che può essere predisposto al posto del prospetto di offerta o quotazione ai sensi del Regolamento (UE) 2017/1129 nel caso in cui i titoli siano offerti nell'ambito di offerte di scambio, che sarà oggetto di apposita regolamentazione da parte di Consob al fine di definire finalità, tempistiche e poteri istruttori.

Modifiche che riguardano il formato del documento d'offerta, la sospensione dei termini per l'approvazione di Consob in caso di gravi carenze informative, il termine per l'approvazione del documento d'offerta (esteso a 10 giorni) dall'ottenimento delle autorizzazioni regolamentari di settore e la procedura relativa al documento di esenzione per le offerte pubbliche di scambio

CLEARY GOTTLIB