

PUBBLICAZIONE SEMESTRALE

ISSN 2785-7298

Supplemento 2026 – Vol. I

Dialoghi di Diritto dell'Economia

**La riforma del TUF.
Intermediari, mercati e
nuove frontiere del
diritto dell'economia**

Luiss, 12 Marzo 2026

A cura di Raffaele Lener e Paola Lucantoni

DB

dirittobancario.it/dialoghi

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Sede della Redazione

Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza

Via Verdi, n. 53, 38122 TRENTO

SOMMARIO

F. Sartori, Prefazione.....	1
P. Boccardelli, La riforma del TUF tra competitività, risparmio e crescita.....	5
F. Freni, Relazione introduttiva.....	9
R. Lener, La Riforma del TUF: intermediari e mercati.....	13
C. Di Noia, Qual è il futuro della regolamentazione dei mercati dei capitali in Italia all'interno dell'Unione Europea?.....	25
M. Pellegrini, Riflessioni introduttive: riconfigurazione della clientela degli intermediari e riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza.....	33
F. Sartori, L'educazione finanziaria quale finalità della vigilanza nel Testo unico della finanza. Profili sistematici e prospettive applicative.....	45
A. Turi, Gli interventi di semplificazione della Legge Capitali.....	67
P. Lucantoni, La (mancata) riforma dell'art. 23 TUF.....	73
P. Palmisano, Le nullità dei contratti di investimento come strumento di protezione degli investitori...81	
F. Annunziata, La riforma della gestione collettiva del risparmio.....	87
C. Brescia Morra, Gli intermediari "sotto soglia".....	97
G. Napoletano, Le società di partenariato.....	101
M. Callegari, La riforma del TUF e il tramonto del divieto di interlocking directorates.....	117
T. Broggiato, Interlocking e competitività: verso il superamento dell'art. 36 del decreto Salva Italia...123	

A. Sacco Ginevri, Cenni al downlisting nella riforma del t.u.f.....	127
D. Rossano, Mercati finanziari italiani: semplificazione normativa e nodi irrisolti sul lato della domanda. Suggestion sparse.....	133
R. Maviglia, La competitività del mercato dei capitali nella riforma del TUF: quotazioni downlisting...	141
D. Sabatini, La riforma del TUF nella prospettiva degli intermediari bancari: tutela del retail, downlisting e diritti degli azionisti.....	147
S. Firpo, Il ruolo di Assonime nella genesi della riforma del TUF.....	151
M. Tofanelli, Offerta fuori sede, semplificazione e tutela dell'investitore nella riforma del TUF.....	163
R. D'Apice, Il gruppo UE di gestori tra integrazione organizzativa, autonomia fiduciaria e supervisione europea.....	169
A. Bechi, Principali novità per i private assets nella riforma del Testo Unico della Finanza.....	179
C. de Haag, La riforma del TUF e l'attrattività del mercato dei capitali: listing, downlisting e sviluppo del public equity.....	185
A. Nuzzi, L'intervento di Cassa Depositi e Prestiti nel mercato del private capital: prospettive di sviluppo alla luce della riforma del TUF.....	189
M. Ventoruzzo, Le semplificazioni per PMI e società di nuova quotazione nella riforma del TUF.....	199
A. Balbo, La riforma del TUF tra semplificazione, competitività e sviluppo del mercato dei capitali...	203

Prefazione

FILIPPO SARTORI

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università di Trento

La riforma del Testo unico della finanza costituisce uno degli interventi più ampi compiuti negli ultimi anni sull'assetto del mercato finanziario italiano. La sua portata non si misura soltanto nel numero delle disposizioni interessate o nella rilevanza dei singoli istituti modificati. Essa investe, più in profondità, alcuni degli equilibri sui quali si è progressivamente costruita la disciplina dei mercati e degli intermediari: il rapporto tra regolazione e competitività, tra autonomia e controllo, tra sviluppo del mercato e tutela dell'investitore, tra ordinamento nazionale e disciplina europea.

È in questo contesto che si collocano le due iniziative scientifiche i cui contributi vengono raccolti nel presente volume. La prima, dedicata a *"La riforma del TUF: intermediari e mercati"*, si è svolta presso la Luiss il 12 marzo 2026, sotto la responsabilità scientifica di Raffaele Lener e Paola Lucantoni. La seconda, *"Riforma del TUF e nuove frontiere del diritto dell'economia"*, si è tenuta il 9 e 10 aprile presso l'Università degli Studi di Napoli "Parthenope", con la responsabilità scientifica di Diego Rossano e Filippo Sartori.

La prossimità temporale tra i due incontri non ne attenua l'autonomia, ma consente oggi di coglierne con maggiore precisione la complementarità. Il convegno romano si colloca ancora nella fase di definizione della riforma e restituisce un confronto particolarmente ravvicinato con le scelte del legislatore. Quello napoletano interviene poche settimane dopo, quando il nuovo TUF ha ormai assunto la propria configurazione normativa e può iniziare a essere esaminato nella sua dimensione sistematica. Il passaggio è breve sul piano cronologico, assai più significativo sul piano del metodo: al confronto sulla costruzione della riforma si affianca immediatamente il lavoro dell'interpretazione.

Anche la diversa composizione delle due iniziative riflette questa progressione. Alla Luiss il confronto ha coinvolto studiosi, componenti del Comitato per la riforma, rappresentanti delle Autorità, delle istituzioni nazionali ed europee e delle principali organizzazioni dell'industria finanziaria. Intermediari, tutele, risparmio gestito, *interlocking*

e mercati sono stati esaminati ponendo direttamente in relazione le ragioni della regolazione e quelle degli operatori. La presenza, accanto all'accademia, di Consob, Banca d'Italia, Ministero dell'economia e delle finanze, Commissione europea, OCSE e delle associazioni rappresentative del mercato ha consentito di misurare le soluzioni normative rispetto ai problemi che ne avevano determinato l'elaborazione e alle condizioni della loro concreta applicazione.

L'incontro della Parthenope ha seguito una prospettiva in parte diversa. In quella sede una parte significativa della comunità scientifica del diritto dell'economia si è misurata con il nuovo assetto del Testo unico. Le cinque sessioni dedicate ai principi generali del TUF riformato, alla *corporate governance* e all'informazione, alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, all'intermediazione e alla gestione collettiva del risparmio, sino alla collocazione del Testo unico nel contesto europeo, restituiscono una lettura più propriamente sistematica dell'intervento legislativo. Anche in questo caso il confronto accademico si è intrecciato con la presenza delle istituzioni, dal Ministero dell'economia e delle finanze alla Corte costituzionale e all'IVASS, confermando come la ricostruzione scientifica della riforma difficilmente possa prescindere dal più ampio contesto istituzionale nel quale essa è destinata a operare.

Da prospettive differenti, i contributi raccolti nelle due sezioni si misurano così con questioni largamente comuni. La semplificazione della disciplina e la riduzione degli oneri regolatori devono confrontarsi con l'esigenza di preservare l'effettività dei presidi di tutela. L'ampliamento degli spazi di autonomia pone nuovamente il problema dei suoi limiti. L'apertura a forme e strumenti di investimento più vicini alle esperienze internazionali richiede di valutarne la compatibilità con l'architettura della vigilanza e con le caratteristiche del mercato italiano. La ricerca di condizioni più favorevoli all'accesso al capitale deve, a sua volta, essere inserita in un quadro europeo nel quale il rapporto tra fonte nazionale, disciplina dell'Unione e attività delle Autorità è divenuto sempre più articolato.

È probabilmente questo uno dei dati più significativi che emergono dalla lettura complessiva degli scritti. La riforma non può essere ricondotta a una successione di modifiche settoriali. La nuova disciplina dei gestori e della gestione collettiva, le innovazioni in materia di *corporate governance*, la revisione delle regole sulle offerte pubbliche di acquisto, gli interventi sui mercati, sulle tutele e sull'assetto della vigilanza rispondono a un disegno che assume la competitività del sistema finanziario e la capacità del mercato dei capitali di sostenere l'economia come obiettivi centrali. Proprio l'ampiezza di questo disegno impone, tuttavia, di verificarne la coerenza interna e di valutarne gli effetti anche al di là delle intenzioni dichiarate dal legislatore.

Sotto questo profilo, il contributo del diritto dell'economia appare particolarmente evidente. Il problema non è stabilire in astratto se una maggiore flessibilità sia preferibile a una regolazione più intensa o se la semplificazione debba prevalere sulla tutela. Si tratta, piuttosto, di comprendere quali equilibri le nuove disposizioni costruiscano concretamente, quali interessi assumano come rilevanti e attraverso quali strumenti ne orga-

nizzino la composizione. È su questo terreno che il confronto tra studiosi, istituzioni e operatori acquista una funzione che non è soltanto ricostruttiva. Consente di sottoporre le scelte normative alla verifica della loro razionalità economica, della loro coerenza sistematica e della loro effettiva capacità di governare i fenomeni ai quali sono rivolte.

Alcune innovazioni mostrano con particolare evidenza la natura trasversale di questo processo. L'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza, ad esempio, pone una questione che eccede largamente la singola modifica dell'art. 5 TUF. In un mercato che amplia gli strumenti disponibili e introduce forme organizzative e di investimento più articolate, la tutela dell'investitore non può essere misurata soltanto sulla quantità e sulla correttezza delle informazioni rese. Assume rilievo anche la concreta possibilità di comprenderle e di utilizzarle consapevolmente. La competitività del mercato viene così a dipendere, almeno in parte, dalla capacità di ridurre accanto alle tradizionali asimmetrie informative anche quelle di carattere cognitivo, con possibili riflessi sulla regolazione, sulla vigilanza e sull'attività degli intermediari.

Non tutte le questioni aperte dalla riforma potevano, naturalmente, trovare risposta nei mesi immediatamente successivi alla sua approvazione. Molte dipenderanno dalla regolazione secondaria, dagli orientamenti delle Autorità, dalle scelte organizzative degli operatori e dall'elaborazione della giurisprudenza. Altre emergeranno soltanto nella concreta applicazione dei nuovi istituti. Sarebbe dunque improprio attribuire a questi scritti il significato di un bilancio definitivo.

La loro utilità sta, piuttosto, nel documentare una fase particolarmente significativa del confronto scientifico: quella nella quale una riforma appena compiuta cessa di appartenere al solo legislatore e diviene oggetto dell'interpretazione. Le due sezioni del volume conservano per questa ragione la propria distinta identità. Riunirle consente, al tempo stesso, di restituire la continuità di una riflessione che ha accompagnato il processo di riforma nel suo formarsi e ne ha immediatamente avviato la verifica critica.

È un lavoro destinato a proseguire. La qualità di una riforma del mercato dei capitali non dipende soltanto dalla formulazione delle nuove regole, ma dalla loro capacità di inserirsi coerentemente nell'ordinamento, di confrontarsi con l'evoluzione europea e di offrire risposte adeguate alle trasformazioni dei mercati. Su questi profili la riflessione scientifica mantiene una funzione essenziale: non sostituirsi alle scelte del legislatore, ma comprenderne presupposti e conseguenze, individuarne le tensioni e contribuire, attraverso il confronto, alla costruzione delle soluzioni interpretative che ne accompagneranno l'applicazione.

La riforma del TUF tra competitività, risparmio e crescita

PAOLO BOCCARDELLI

Rettore dell'Università LUISS

Il presente contributo raccoglie le riflessioni introduttive presentate in occasione del convegno *La riforma del TUF: intermediari e mercati*, un appuntamento che si pone in ideale continuità con il percorso di approfondimento scientifico già avviato dal nostro Ateneo sul tema della regolazione dei mercati⁰¹.

L'obiettivo di questo intervento non è un'analisi meramente tecnica della norma, bensì l'inquadramento della riforma all'interno delle dinamiche di economia d'impresa e di allocazione del capitale. In un contesto globale caratterizzato da forti spinte competitive e da una profonda evoluzione dei mercati finanziari, l'Università si conferma il luogo d'elezione per favorire un dialogo sinergico tra ricerca accademica, istituzioni e operatori di mercato. È proprio attraverso questo confronto che la revisione del quadro regolatorio nazionale può essere analizzata non come un adempimento burocratico, ma come una leva strategica fondamentale per il rilancio della competitività del sistema-paese.

Sin dalla sua introduzione nel 1998, il TUF ha rappresentato l'ossatura della disciplina dei mercati finanziari italiani. Nel tempo, il suo impianto è stato progressivamente adattato alle evoluzioni del diritto europeo e delle dinamiche del mercato. In questo percorso, la tutela dell'integrità dei mercati, la stabilità del sistema e la protezione del risparmio – quest'ultima oggetto di specifica garanzia nella nostra Carta costituzionale – rimangono presidi imprescindibili. Il rafforzamento e il buon funzionamento dei mercati dei capitali rappresentano, dunque, anche strumenti attraverso cui dare concreta attuazione al principio costituzionale di tutela del risparmio. Allo stesso tempo, la regolazione è chiamata a valutare con attenzione l'impatto delle norme in termini di efficienza, semplicità applicativa e capacità di accompagnare i processi di innovazione.

⁰¹ Mi preme esprimere un sentito ringraziamento nei confronti del dott. Raffaele Felicetti, per il competente supporto all'elaborazione del contributo.

Questa riflessione si colloca, peraltro, in un contesto più ampio, segnato da un rinnovato dibattito sulla competitività del sistema europeo e, conseguentemente, anche di quello italiano. I recenti sviluppi dello scenario geopolitico internazionale – segnati da tensioni che hanno contribuito a indebolire il quadro multilaterale e ad accrescere le incertezze – rafforzano l'esigenza di porre il tema della competitività e della resilienza dei sistemi economici al centro dell'agenda strategica. Il dibattito sul futuro del mercato unico europeo e sulla capacità dell'Unione di sostenere innovazione e crescita – richiamato, tra gli altri, nei rapporti di Mario Draghi ed Enrico Letta – ha evidenziato come la frammentazione dei mercati dei capitali e la limitata integrazione finanziaria costituiscano ancora un fattore rilevante di rallentamento dello sviluppo.

In questo senso, la riforma del TUF si pone in continuità con gli obiettivi perseguiti a livello europeo con la *Savings and Investments Union*, con cui si cerca di dare nuovo slancio al percorso già avviato ormai quasi dieci anni fa con la *Capital Markets Union*. In tale prospettiva, la qualità del quadro regolatorio nazionale non è un tema esclusivamente interno o tecnico, ma rappresenta un presupposto fondamentale per rendere l'ordinamento più attrattivo per investimenti, imprese innovative – con particolare riferimento a quelle che sviluppano forme di intelligenza artificiale – e capitali internazionali. La riforma del TUF costituisce dunque un passaggio particolarmente rilevante per rafforzare la competitività del sistema-Paese: attrarre capitali, sostenere la crescita dimensionale e qualitativa delle imprese e assicurare regole chiare, stabili e proporzionate.

Sotto il profilo delle direttrici di intervento, va rilevato che la minore competitività dell'Unione europea – e in parte anche del nostro Paese – rispetto ad altre economie non sembra riconducibile a una carenza di risparmio. I dati più recenti mostrano infatti che le famiglie europee presentano una propensione al risparmio piuttosto elevata: nell'area euro si colloca intorno al 15%, mentre il tasso di investimento si attesta su livelli inferiori, intorno al 9%⁰². Anche l'Italia presenta una dinamica analoga: la propensione al risparmio delle famiglie supera l'11%, a fronte di un tasso di investimento che si colloca intorno all'8,5%⁰³. In altre parole, si risparmia molto, ma non sempre una parte di queste risorse si trasforma in investimento produttivo all'interno del sistema europeo e nazionale. E quando si investe, una quota rilevante delle risorse tende a essere allocata al di fuori dell'Unione europea: secondo le stime della Commissione europea, circa 300 miliardi di euro di risparmi europei vengono ogni anno investiti nei mercati extra-UE⁰⁴.

A queste dinamiche si aggiungono alcune caratteristiche strutturali del nostro mercato dei capitali. Il mercato azionario italiano presenta da tempo dimensioni relativamente

⁰² Eurostat, *Household saving rate increases to 15.4% in the euro area*, Press Release, 7 ottobre 2025

⁰³ Istat, *Conto Trimestrale delle Amministrazioni Pubbliche, Reddito e Risparmio delle Famiglie e Profitti delle Società*, 7 gennaio 2026, p. 2

⁰⁴ Commissione europea, Comunicazione del 29 gennaio 2025 "Bussola per la competitività dell'UE", COM(2025)30 final p. 24.

contenute rispetto ad altri grandi mercati europei e registra una tendenza al progressivo assottigliamento del numero di società quotate: un fenomeno che, peraltro, riguarda in misura più ampia anche l'area euro. Anche il mercato dei capitali privati – pur in crescita negli ultimi anni – presenta ancora limiti di scala e di profondità. Secondo dati recenti dell'Associazione italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, nel primo semestre del 2025 gli investimenti sono aumentati ma la raccolta complessiva del settore ha registrato un calo significativo rispetto all'anno precedente⁰⁵.

Naturalmente, non si può pensare che la riforma del TUF possa, da sola, risolvere le criticità di natura strutturale che caratterizzano il nostro mercato. Può tuttavia contribuire in modo significativo a rafforzare l'ecosistema dei mercati dei capitali, soprattutto attraverso una semplificazione e razionalizzazione delle regole entro cui gli operatori economici sono chiamati a muoversi. È soprattutto alla luce di queste esigenze che si inserisce lo spirito generale della riforma, che si propone di razionalizzare il TUF e di migliorarne il coordinamento con altre fonti, a partire dal codice civile.

In questo quadro si collocano poi alcuni interventi specifici della riforma, tra cui quelli in materia di risparmio gestito, volti a favorire una più efficace canalizzazione delle risorse verso gli investimenti. Tra questi si possono ricordare gli interventi di semplificazione della disciplina applicabile agli intermediari sotto-soglia, cioè agli operatori di minori dimensioni, con l'obiettivo di assoggettarli a un regime regolamentare e di vigilanza più snello e meno oneroso. Accanto a tali interventi si colloca anche l'introduzione delle società di partenariato, ispirate alle esperienze di altri ordinamenti nei quali la *limited partnership* è già da tempo diffusa. Questo nuovo veicolo per la gestione collettiva del risparmio mira a facilitare l'organizzazione di investimenti in *private equity* e *venture capital*, secondo un modello che coniuga la stabilità del soggetto gestore con una posizione essenzialmente finanziaria degli investitori.

Ma gli interventi di semplificazione non riguardano soltanto il risparmio gestito. La riforma interviene infatti anche su altri profili rilevanti dell'ordinamento dei mercati finanziari, quali il riordino del sistema sanzionatorio, per rafforzarne coerenza e proporzionalità, e la revisione della disciplina sugli incarichi incrociati (c.d. *interlocking*). L'approfondimento di tali specifiche misure nei diversi ambiti – intermediari, tutele, risparmio gestito, *interlocking* e mercati – costituisce il fulcro dei contributi scientifici di questo volume, offrendo un'occasione preziosa per riflettere sulla capacità del nostro sistema di accompagnare sviluppo economico, innovazione e tutela del risparmio.

Per concludere, l'analisi delle direttrici di sviluppo tracciate dalla riforma del TUF evidenzia come il passaggio normativo in atto non possa prescindere da una visione integrata tra dottrina economica, prassi aziendale e azione legislativa. In questo scenario, i lavori del presente convegno e il percorso di ricerca scientifica promosso dall'Ateneo

⁰⁵ Associazione italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, *Il mercato italiano del private equity e venture capital nel I semestre 2025*, 18 settembre 2025

confermano la centralità dell'Università quale hub strategico per il coordinamento metodologico tra istituzioni, regolatori e operatori del mercato. Il consolidamento di un sistema finanziario competitivo, capace di efficientare l'allocazione del risparmio e supportare la crescita dimensionale delle imprese richiede, infatti, un confronto sinergico e continuo. È solo attraverso una dialettica rigorosa tra i diversi attori dell'ecosistema economico che l'ordinamento può evolvere verso soluzioni regolatorie flessibili, proporzionate e realmente orientate a sostenere l'innovazione e l'attrattività del sistema-paese.

Relazione introduttiva

FEDERICO FRENI

Sottosegretario di Stato per l'Economia e le Finanze

La revisione organica del Testo Unico della Finanza – oggetto oggi di questo interessante momento di confronto – si inserisce in un contesto economico sempre più integrato, nel quale un mercato dei capitali efficiente costituisce strumento essenziale per attrarre risorse, sostenere gli investimenti nell'economia reale e favorire la crescita economica. La riforma si inserisce, inoltre, nel contesto di un più ampio dibattito su come rafforzare la competitività del mercato dei capitali e del sistema finanziario italiano, da tempo caratterizzato da alcuni elementi di debolezza che ne limitano il posizionamento rispetto ad alcuni dei principali sistemi finanziari europei ed internazionali. Dibattito che si collega anche con il progetto europeo della *Savings and Investments Union*.

Le ragioni di questa condizione sono riconducibili, come noto, sia a fattori di carattere strutturale sia a profili di natura normativa. Per quanto attiene all'elemento normativo, era condivisa da tempo l'esigenza di intervenire sul sistema giuridico-finanziario italiano in un'ottica di semplificazione, in quanto caratterizzato da una crescente complessità e stratificazione della regolazione, idonea ad impattare negativamente sull'attrattività del mercato e delle imprese italiane.

In questo senso, la riforma del Testo Unico della Finanza, rappresenta un'iniziativa al contempo necessaria ed ambiziosa. È necessaria, perché tenendo conto dei richiamati punti di debolezza del nostro sistema, mira a rilanciare il mercato dei capitali italiano attraverso una revisione complessiva e ad ampio raggio del sistema delle regole, tramite revisione delle disposizioni preesistenti o introduzione di regole e istituti nuovi, ispirati a modelli ampiamente utilizzati in altri ordinamenti stranieri e riconosciuti a livello internazionale.

È ambiziosa sotto un duplice aspetto. Da un lato, in quanto presenta una portata sistematica, essendo destinata ad impattare in maniera profonda e trasversale sui vari ambiti disciplinati del Testo Unico della Finanza (oltre che sulla disciplina delle società di capitali del codice civile e su altre normative per coordinamento). Dall'altro, per la rilevanza e delicatezza gli obiettivi perseguiti, come delineati e declinati dai principi

e criteri di delega contenuti nella Legge Capitali. Tali obiettivi, che non appare utile richiamare puntualmente, possono essere condensati da ultimo, nella volontà di rendere il nostro ordinamento giuridico-finanziario – e di conseguenza il nostro mercato dei capitali – maggiormente coerente e rispondente alle esigenze di un'economia globale sempre più aperta e innovativa. Si è cercato di farlo approntando un'infrastruttura giuridica più moderna, allineata alle migliori pratiche internazionali, ma che garantisca adeguati livelli di tutela (e quindi di fiducia) per gli investitori.

Si è cercato, inoltre, di garantire condizioni per un funzionamento più efficiente ed equilibrato dell'intero ecosistema finanziario – in cui il risparmio possa, da un lato, fungere da propulsore per la crescita economica e per lo sviluppo delle imprese; dall'altro, consentire ai risparmiatori ritorni adeguati, tramite un ventaglio di opportunità di impiego maggiormente diversificate per rischio, orizzonte temporale, finalità. Ciò, sul presupposto che la valorizzazione del risparmio necessita di mercati finanziari liquidi e profondi, capace di sostenere i progetti imprenditoriali innovativi e la crescita dimensionale delle imprese (in tutte le varie fasi del ciclo economico) attraverso il capitale di rischio e il finanziamento di mercato, in modo complementare al credito bancario.

La riforma infine promuove un ecosistema normativo più allineato alle migliori pratiche internazionali – con regole più facilmente riconoscibili all'estero (e di conseguenza più attrattivo per gli investitori internazionali) – e quindi, in definitiva, più competitivo (competizione intesa, ovviamente, non come *race to the bottom* ma come leale confronto tra ordinamenti, che possano contare regole chiare e presidi di tutela e trasparenza efficaci).

Tra le varie scelte di fondo, la riforma incide su diversi aspetti di corporate governance delle società di capitali, sulla disciplina degli emittenti, secondo un'azione guidata orientata a criteri di proporzionalità, valorizzazione dell'autonomia statutaria e delle migliori prassi derivanti dall'autodisciplina. Con una differenziazione equilibrata dell'intervento tra società quotate, da un lato, e società quotate e PMI-quotate, dall'altro, rispetto alle quali si introduce un nuovo regime liberamente accessibile, caratterizzato da una forte valorizzazione dell'autonomia statutaria. L'intervento ha altresì interessato la disciplina dei mercati e degli intermediari, fondamentale anello di congiunzione tra le esigenze di investimento dei risparmiatori e quelle di finanziamento delle imprese, anche attraverso l'introduzione di nuove figure di gestori e di veicoli di investimento al fine di favorire il *private equity* e *venture capital*. Si incide sulla disciplina dei mercati, nell'ottica di incentivare la dinamicità del mercato del controllo societario, e di favorire la quotazione e la permanenza sui mercati delle imprese.

Tutto ciò posto, appare rilevante sottolineare il minimo comune denominatore che ha ispirato i lavori della riforma: definire un sistema di regole per il mercato finanziario nel suo complesso, come ecosistema, funzionale e a beneficio del mercato e di tutti coloro che sul mercato operano quotidianamente. Si è voluto, in definitiva, proprio dialogando con il mercato, prevedere un sistema di regole per il mercato.

Come ogni intervento di sistema, anche questa riforma troverà il suo banco di prova nell'applicazione concreta delle nuove regole nei prossimi mesi: sarà il mercato a misurarne la validità e l'idoneità a conseguire gli obiettivi prefissati.

La Riforma del TUF: intermediari e mercati

RAFFAELE LENER

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
LUISS

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Intermediari e profili soggettivi: gli enti previdenziali privatizzati come clienti professionali di diritto e la disciplina dell'*upgrading*. - 2.1. L'estensione della qualifica di cliente professionale di diritto. - 2.2. La disciplina dell'*upgrading* su richiesta e la *Retail Investment Strategy*. - 3. Nuove figure e innovazione tecnologica: il regime DLT e il responsabile del registro. - 3.1. Il quadro regolatorio. - 3.2. Lo spazio di sperimentazione normativa e le società finanziarie regionali. - 4. L'architettura delle tutele: regole di condotta, *Product governance* e *Product intervention*. - 5. Le novità in materia di gestione collettiva del risparmio. - 6. *Interlocking directorates*. - 7. Mercati e dinamiche di quotazione: il *Downlisting*. - 7.1. Il nuovo regime: l'art. 154.2 TUF e il regime degli emittenti di nuova quotazione. - 8. Prospettive future: la Savings and Investments Union.

1. Premessa

La riforma del Testo Unico della Finanza si inserisce in un processo di ammodernamento normativo che ha trovato il suo perno nella cosiddetta "Legge Capitali" (Legge 5 marzo 2024, n. 21), recante *Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali*. Tale provvedimento ha introdotto misure immediatamente precettive e, al contempo, ha conferito al Governo una delega biennale per una revisione organica dell'intero impianto del TUF, con specifico riguardo alle disposizioni in materia di intermediari, gestori, mercati e strumenti finanziari.

Il contesto in cui la riforma si colloca vede un sistema finanziario europeo in profonda trasformazione. Da un lato, il quadro regolatorio MiFID II/MiFIR ha ridisegnato le architetture di vigilanza e le regole di condotta applicabili agli intermediari; dall'altro, le evoluzioni tecnologiche, con particolare riferimento alle tecnologie a registro distribuito (DLT), stanno mettendo in discussione le categorie tradizionali del diritto finanziario,

dalla forma degli strumenti alla nozione stessa di mercato. Su questo sfondo, la riforma del TUF ambisce a rendere il mercato dei capitali italiano più competitivo, adeguato e accessibile, perseguendo, tra gli altri, obiettivi di tutela degli investitori, promozione dell'educazione finanziaria e sostegno alla crescita delle imprese.

Proviamo ad analizzare le principali linee di intervento della riforma con riferimento ai due macro-settori di maggiore rilevanza sistematica: gli intermediari, intesi tanto sotto il profilo soggettivo della classificazione della clientela quanto sotto quello oggettivo delle regole di condotta, e i mercati, con particolare attenzione alle dinamiche di quotazione, al fenomeno del *downlisting* e all'evoluzione del quadro regolatorio in chiave tecnologica.

2. Intermediari e profili soggettivi: gli enti previdenziali privatizzati e la disciplina dell'*upgrading*

2.1 L'estensione della qualifica di cliente professionale di diritto

Uno degli interventi introdotti dalla Legge Capitali in materia di classificazione della clientela riguarda la qualificazione come clienti professionali di diritto degli enti previdenziali privatizzati. L'art. 15 della L. 21/2024 ha modificato l'art. 6, comma 2-quater, lett. d), n. 1) del TUF, inserendo espressamente tra i soggetti qualificati come investitori professionali gli enti di cui al D.Lgs. 30 giugno 1994, n. 509 e al D.Lgs. 10 febbraio 1996, n. 103.

Si tratta delle casse di previdenza privatizzate e degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza per liberi professionisti, trasformati in soggetti di diritto privato in forza dei due decreti legislativi ora citati. Come è noto, il D.Lgs. 509/1994 ha privatizzato gli enti già elencati nell'allegato A (dalla Cassa Nazionale di Previdenza degli Avvocati all'INPGI) trasformandoli in associazioni o fondazioni di diritto privato dotate di autonomia gestionale, organizzativa e contabile, pur nell'ambito di un'attività istituzionale di natura pubblicistica. Il D.Lgs. 103/1996 ha invece esteso la tutela previdenziale obbligatoria ai liberi professionisti privi di forme associative preesistenti, disciplinando la costituzione di nuovi enti di categoria o pluricategoriali.

La novità introdotta dalla Legge Capitali ha una portata sistematica rilevante. Prima della riforma, tali enti non risultavano esplicitamente inclusi nel novero dei clienti professionali di diritto ai sensi del TUF (pur potendo, in astratto, accedere alla qualifica attraverso il meccanismo dell'*upgrading* su richiesta) e quindi erano tendenzialmente assimilati a clienti al dettaglio o, al più, assoggettati a regimi di trattamento variabili in sede applicativa. L'inserimento nella definizione di *clienti professionali* contenuta all'art. 1, comma 1, lett. m-undecies) TUF produce molteplici effetti: gli enti previdenziali privatizzati possono accedere direttamente a prodotti e servizi riservati ai professionali, beneficiano di un regime informativo semplificato, non devono intraprendere procedure di *upgrading* e indirettamente beneficiano degli oneri istruttori a carico degli intermediari che li servono.

La scelta legislativa appare nel complesso coerente con l'attività di questi soggetti: le casse di previdenza gestiscono portafogli di investimento di dimensioni significative, talvolta nell'ordine di decine di miliardi di euro, e dispongono di strutture tecniche interne tendenzialmente adeguate alla valutazione dei rischi. Equipararle ai fondi pensione, già da tempo inclusi nel perimetro dei clienti professionali di diritto, risponde dunque a una logica di coerenza sistematica oltre che di efficienza regolamentare.

2.2 La disciplina dell'*upgrading* su richiesta e la *Retail Investment Strategy*

L'inclusione degli enti previdenziali nella categoria dei professionali di diritto va letta nel quadro più ampio di revisione della classificazione della clientela, che trova il proprio orizzonte europeo nella *Retail Investment Strategy* (RIS). All'esito di un lungo iter negoziale, il Parlamento Europeo e il Consiglio hanno raggiunto un accordo nel dicembre 2025, attualmente in corso di definizione. In questo contesto, profilo di grande interesse è l'aggiornamento dei criteri per il passaggio di *status* da cliente al dettaglio a cliente professionale su richiesta (*upgrading*), con specifico riguardo agli *High Net Worth Individuals* (HNWI).

La disciplina vigente, basata sul criterio del portafoglio di strumenti finanziari, sull'esperienza professionale nel settore e sull'attività effettuata con una certa frequenza e dimensione, viene integrata, nella prospettiva della RIS, da un elemento ulteriore: la formazione finanziaria dimostrabile. Il testo concordato in sede europea chiarisce che il criterio dell'istruzione e formazione finanziaria non può essere sufficiente, da solo o in combinazione esclusiva con il requisito patrimoniale, a qualificare un investitore al dettaglio per il passaggio di *status*: è necessario che la valutazione complessiva da parte dell'intermediario sia condotta con serietà e non ridotta a mero adempimento formale.

Questa precisazione risponde a una preoccupazione già emersa nel dibattito parlamentare italiano in sede di recepimento delle direttive europee: evitare che la qualifica professionale su richiesta diventi un meccanismo di elusione delle protezioni accordate al dettaglio, con intermediari incentivati a promuovere il passaggio di *status* per ridurre i propri obblighi di condotta. L'obiettivo è dunque assicurare che l'*upgrading* corrisponda a una reale *sofisticazione* dell'investitore, non a una *fictio* documentale.

Sul versante italiano, la riforma del TUF dovrà recepire questi sviluppi europei, provvedendo a un aggiornamento organico della normativa sull'*upgrading* che tenga conto delle nuove indicazioni della RIS e della loro interazione con la disciplina della qualificazione di diritto introdotta dalla Legge Capitali. Restano aperte, in questa prospettiva, alcune questioni interpretative relative al perimetro dell'operatività *cross-border* degli intermediari extra-UE in libera prestazione di servizi. In sede di lavori parlamentari era stata avanzata la proposta di escludere i clienti professionali su richiesta dal perimetro rilevante ai fini dell'attività transfrontaliera di tali soggetti, una soluzione che merita attenta valutazione alla luce degli obblighi derivanti dal diritto europeo.

3. Nuove figure e innovazione tecnologica: il regime DLT e il responsabile del registro

3.1 Il quadro regolatorio

La tecnologia a registro distribuito (DLT) rappresenta una delle frontiere più innovative della regolamentazione finanziaria. A livello europeo, il Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento e del Consiglio del 30 maggio 2022 ha istituito un *regime pilota* per le infrastrutture di mercato basate sulla DLT, con l'obiettivo di consentire lo sviluppo di soluzioni tecnologicamente avanzate per la negoziazione e il regolamento di strumenti finanziari digitali, preservando al contempo l'integrità del mercato e la tutela degli investitori. Il Regolamento definisce le principali categorie di infrastrutture di mercato DLT - i sistemi multilaterali di negoziazione DLT (MTF DLT), i sistemi di regolamento DLT (SS DLT) e i sistemi di negoziazione e regolamento DLT (TSS DLT) - e ne disciplina i requisiti autorizzativi, le esenzioni e gli obblighi di *governance*.

In particolare, ai sensi dell'art. 7, par. 6, del Regolamento, il gestore di un'infrastruttura di mercato DLT risponde direttamente delle perdite di strumenti finanziari digitali, salvo che dimostri che la perdita derivi da un evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo. Viene così delineata una catena di responsabilità chiara nei confronti degli investitori, elemento essenziale per garantire un livello di tutela equivalente a quello assicurato dalle infrastrutture tradizionali.

A livello nazionale, il recepimento del regime DLT è avvenuto attraverso il D.L. 17 marzo 2023, n. 25, recante *Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione Fin-Tech*. Il decreto ha introdotto nel diritto italiano la disciplina degli strumenti finanziari digitali, ossia gli strumenti emessi e circolanti mediante scritturazioni su un registro per la circolazione digitale tenuto su tecnologia DLT.

La figura cardine di questo sistema è quella del responsabile del registro, definita all'art. 1, comma 1, lett. l) del D.L. 25/2023 come l'emittente stesso, ovvero il soggetto terzo da esso designato, iscritto nell'apposito elenco tenuto dalla Consob ai sensi dell'art. 19 del medesimo decreto. L'ambito soggettivo di tale elenco è articolato: vi possono accedere banche, imprese di investimento, gestori di mercati, intermediari finanziari iscritti all'albo ex art. 106 TUB, ma anche emittenti privi di autorizzazione specifica qualora intendano operare come responsabili esclusivamente con riferimento ai propri strumenti finanziari digitali.

I registri per la circolazione digitale sono tenuti a rispettare requisiti tecnici e funzionali stringenti, analiticamente elencati all'art. 4 del D.L. 25/2023: devono garantire l'integrità, l'autenticità e la non duplicabilità delle scritturazioni, consentire l'identificazione dei titolari in qualunque momento, permettere all'investitore di accedere ed estrarre copia delle proprie posizioni, prevenire la perdita o la modifica non autorizzata dei dati per tutta la durata delle scritturazioni e assicurarne l'accessibilità da parte della Consob e della Banca d'Italia per l'esercizio delle funzioni di vigilanza. L'art. 5 del decreto prevede, infine, che a seguito della scritturazione nel registro il soggetto titolato acquisti la

piena e esclusiva legittimazione all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali, con effetti assimilabili a quelli della tradizionale intestazione presso un depositario centrale.

Vale la pena notare come l'art. 31 del D.L. 25/2023 abbia modificato l'art. 2, comma 2 del TUF inserendo espressamente gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito nella nozione di strumenti finanziari, sancendo così la piena integrazione degli strumenti digitali nel sistema regolatorio del diritto finanziario italiano.

3.2 Lo spazio di sperimentazione normativa e le società finanziarie regionali

Nel solco del regime pilota europeo e dell'impostazione del D.L. 25/2023, la riforma del TUF affronta anche la questione dello spazio di sperimentazione normativa per soggetti e modelli operativi non ancora pienamente inquadrati nel perimetro regolatorio esistente. Tra questi, merita menzione il tema delle cosiddette società finanziarie regionali, soggetti di carattere semi-pubblico che operano a supporto del credito e degli investimenti sul territorio, la cui collocazione nel quadro di vigilanza del TUF è oggetto di riflessione. L'eventuale attrazione di tali soggetti nella sfera applicativa della disciplina degli intermediari finanziari potrebbe offrire un'ulteriore opportunità di diversificazione del finanziamento alle imprese, in raccordo con le misure di sostegno al mercato dei capitali perseguite dalla Legge Capitali.

4. L'architettura delle tutele: regole di condotta, *Product governance* e *Product intervention*

Il sistema di tutela degli investitori nel TUF si articola su più livelli, che spaziano dalle regole di comportamento degli intermediari nella prestazione dei servizi ai rimedi esperibili in caso di violazione.

Su questo terreno, la riforma intercetta questioni di lungo corso ancora irrisolte nel diritto positivo italiano. L'art. 23 TUF disciplina i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, prevedendo il requisito della forma scritta a pena di nullità e stabilendo che siffatta nullità possa essere fatta valere esclusivamente dal cliente (*nullità di protezione*). Questa disposizione è al centro di un dibattito giurisprudenziale e dottrinale ormai pluridecennale circa la natura dei rimedi esperibili in caso di violazione delle regole di condotta da parte dell'intermediario: se cioè la violazione degli obblighi comportamentali (di informazione, di adeguatezza, di trasparenza) possa dar luogo a rimedi di natura negoziale (nullità, risoluzione del contratto) ovvero soltanto a rimedi risarcitori.

Il TUF (almeno al momento) non codifica rimedi giudiziali specifici per le violazioni delle regole di condotta, a differenza di quanto previsto in altri ordinamenti europei. Questa lacuna è stata parzialmente colmata dalla giurisprudenza, che ha elaborato soluzioni non sempre uniformi, oscillando tra responsabilità precontrattuale, responsabilità contrattuale e, in taluni casi, nullità virtuale per contrasto con norme imperative.

La riforma in corso poteva offrire l'occasione per un intervento chiarificatore che, man-

tenendo ferma la struttura delle tutele *ex ante*, disciplinasse con maggiore precisione i rimedi *ex post*, riducendo l'incertezza che oggi grava sulla stabilità delle transazioni finanziarie. Il legislatore delegato, dopo ampia riflessione (a quanto risulta) ha, però, preferito non intervenire.

Il sistema rimane perciò fondato su forme di tutela *ex ante*.

Il cuore del sistema di protezione degli investitori risiede infatti in presidi costruiti per prevenire l'insorgere di situazioni pregiudizievoli per l'investitore. Tre sono i pilastri principali di questa architettura, come sappiamo, la valutazione di adeguatezza, la *product governance* e la *product intervention*.

La valutazione di adeguatezza, obbligatoria per i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, impone all'intermediario di raccogliere informazioni sul cliente relative alla sua conoscenza ed esperienza in materia di investimenti, alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi, per verificare la compatibilità tra lo strumento o il servizio raccomandato e il profilo dell'investitore.

La *product governance*, introdotta dalla MiFID II e recepita nel TUF, obbliga il soggetto abilitato produttore di strumenti finanziari a identificare, per ciascun prodotto, il mercato di riferimento di clienti finali (*target market*) cui lo strumento è rivolto, e a garantire che la strategia di distribuzione sia con esso compatibile. Come previsto all'art. 21, commi 2-bis e 2-ter TUF, il distributore deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela e fare in modo che gli strumenti siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.

La *product intervention*, infine, attribuisce alle autorità di vigilanza, Consob a livello nazionale, ESMA a livello europeo, il potere di vietare o limitare temporaneamente la commercializzazione di prodotti finanziari qualora rappresentino una minaccia per la tutela degli investitori o per l'ordinato funzionamento del mercato.

Si tratta di strumento un po' farraginoso, che il legislatore ha concepito come *extrema ratio*, destinato a operare solo là dove le misure di *product governance* si rivelino insufficienti.

La procedura prevede, prima dell'adozione del provvedimento, una comunicazione preventiva alle altre autorità nazionali competenti e all'ESMA, che esprime un parere non vincolante.

L'autorità che si discosta dal parere dell'ESMA deve motivare tale scostamento e darne pubblicità, assicurando in tal modo un meccanismo di *accountability* e di convergenza interpretativa a livello europeo.

A mio avviso, ferma l'utilità di siffatte forme di tutela preventiva, sarebbe (stato) opportuno intervenire anche per chiarire il sistema di tutela in chiave negoziale.

5. Le novità in materia di gestione collettiva del risparmio

La riforma del TUF interviene in modo significativo anche sull'assetto del risparmio gestito, introducendo nuove categorie di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e semplificando il regime applicabile ai gestori.

Tra le novità più rilevanti, si segnala la distinzione, già anticipata dalla Legge Capitali e sviluppata nel testo attuale del TUF, tra FIA autorizzati e FIA sotto soglia registrati: i primi soggetti al regime autorizzativo pieno della Banca d'Italia; i secondi assoggettati a un regime semplificato di registrazione, applicabile ai gestori che non superano determinate soglie dimensionali del patrimonio gestito. Questa articolazione mira a ridurre gli oneri regolatori per i gestori di minori dimensioni, favorendo, ci si augura, lo sviluppo di un sistema di gestori indipendenti di *private equity* e *venture capital*.

Degna di nota è la nuova figura della società di partenariato, introdotta come OICR chiuso costituito in forma di società in accomandita per azioni, avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del *private equity* e del *venture capital*. Come emerge dalla definizione contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. i-quater.1) TUF, tale veicolo raccoglie il patrimonio mediante l'offerta di azioni, strumenti finanziari partecipativi e ulteriori modalità di raccolta definite nello statuto, offrendo una struttura societaria più flessibile e più vicina ai modelli anglosassoni di *limited partnership* rispetto alle SICAF tradizionali.

Parallelamente, il legislatore ha apportato una razionalizzazione della disciplina delle SICAV e SICAF eterogestite, con l'introduzione di una netta distinzione tra organismi in gestione interna e in gestione esterna e la previsione di un quadro giuridico specifico per le seconde, incluse le disposizioni sulla separazione patrimoniale tra comparti e sulla responsabilità del gestore esterno nei confronti degli investitori.

6. Interlocking directorates

Il tema della *governance* degli intermediari si intreccia con quello dell'*interlocking directorates*, fino a oggi disciplinato dall'art. 36 del D.L. 6 dicembre 2011, n. 201, che vietava ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo nonché ai dirigenti di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativo e finanziario di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti.

Introdotta con finalità pro-concorrenziali e di prevenzione di conflitti di interesse, siffatta disciplina ha mostrato nel tempo significative criticità applicative, legate in parte alla difficoltà di individuare con precisione le imprese "concorrenti" nel settore finanziario, caratterizzato da una forte diversificazione delle attività, in parte all'asimmetria rispetto ad ordinamenti europei che non prevedono restrizioni analoghe. Questi profili hanno alimentato il dibattito sulla possibilità di alleggerire o addirittura abrogare la disciplina in questione, al fine di rimuovere un possibile disincentivo alla capacità degli intermediari italiani di attrarre figure manageriali di profilo internazionale.

In questa prospettiva, la corretta valutazione dell'opportunità di riforma non poteva prescindere da un'analisi comparativa e dalla considerazione del più ampio contesto europeo.

Effettuata l'analisi, al fine di evitare negative forme di *goldplating* nella logica della SIU, il legislatore ha deciso di abrogare l'art. 36 del D.L. n. 201/2011.

7. Mercati e dinamiche di quotazione: il *Downlisting*

Il *downlisting*, inteso come *migrazione ordinata* di un emittente quotato da un mercato regolamentato verso un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), costituisce uno dei temi di maggiore attualità nella regolamentazione dei mercati finanziari italiani.

Il fenomeno risponde a una tendenza strutturale emersa negli ultimi anni: il saldo negativo tra nuove quotazioni su mercati regolamentati e cancellazioni, a fronte di un crescente ricorso degli emittenti di minori dimensioni a mercati "di crescita" alternativi, che offrono regimi regolatori più leggeri e costi di *compliance* inferiori.

Prima della riforma, il quadro normativo riservava all'istituto dell'esclusione volontaria un'attenzione limitata. L'art. 133 TUF prevedeva soltanto la possibilità per le società italiane con azioni quotate su mercati regolamentati italiani di richiedere l'esclusione dalle negoziazioni, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, ma solo a condizione di ottenere l'ammissione su un altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea. La migrazione verso un MTF era pertanto esclusa dal perimetro applicativo della norma, lasciando un vuoto regolatorio che l'autonomia privata e i regolamenti di mercato non erano in grado di colmare in modo sistematico.

La riforma ha introdotto il nuovo comma 1-bis nell'art. 133 TUF, che consente ora alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani di richiedere il trasferimento delle negoziazioni su un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Paese dell'Unione europea.

La nuova disciplina subordina il *downlisting* a tre condizioni cumulative: (i) l'accertamento, da parte del gestore del mercato regolamentato di provenienza, dell'equivalenza delle tutele assicurate dal mercato di destinazione con particolare riguardo alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio; (ii) l'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea straordinaria della società, con deliberazione adottata almeno due mesi prima del trasferimento secondo le maggioranze stabilite dalla Consob; e (iii) la diffusione, con il medesimo preavviso, di informazioni dettagliate circa le ragioni e gli effetti dell'operazione.

Il nuovo assetto mira così a coniugare l'esigenza di flessibilità organizzativa e riduzione degli oneri regolatori con la salvaguardia delle tutele fondamentali degli azionisti e dell'integrità del mercato. Direi che la riforma va vista con favore.

Altri paesi europei hanno invero affrontato la questione del *downlisting* con strumenti differenti.

In Francia, la disciplina del ritiro dal mercato regolamentato è tradizionalmente ancorata a procedure di offerta pubblica di acquisto obbligatoria, tese a tutelare gli azionisti di minoranza prima della cancellazione.

In Germania, l'evoluzione della materia è stata segnata dapprima dalla giurisprudenza del *Bundesgerichtshof*, che ha imposto requisiti di tutela degli azionisti anche per il cosiddetto *reguläres Delisting*, e successivamente da un intervento legislativo che ha introdotto obblighi di offerta e di trasparenza correlati al *downlisting*.

Nel Regno Unito, il sistema di *cancellation* della quotazione principale (*premium listing*) prevede la necessità di un'approvazione da parte della maggioranza qualificata degli azionisti, accompagnata da un'informativa dettagliata sulle ragioni e sulle conseguenze della cancellazione, con specifiche agevolazioni operative nel caso di migrazione verso sistemi di negoziazione alternativi.

Il confronto comparatistico evidenzia come il legislatore italiano abbia scelto un approccio orientato alla protezione del regime di *governance* piuttosto che a obblighi di offerta: anziché imporre il riacquisto delle azioni degli azionisti dissenzienti, si è preferito consentire la conservazione delle strutture statutarie, subordinatamente al rispetto di condizioni oggettive che testimonino la serietà del percorso di quotazione.

Questa scelta merita una valutazione positiva sotto il profilo della proporzionalità, ma richiede un attento monitoraggio circa la sua effettiva capacità di bilanciare gli interessi degli emittenti con quelli degli investitori che partecipano al mercato.

7.1 Il nuovo regime: l'art. 154.2 TUF e il regime degli emittenti di nuova quotazione

La riforma del TUF introduce una disciplina *ad hoc* per gli emittenti di nuova quotazione. Ai sensi dell'art. 154.1 TUF, sono, appunto, "emittenti di nuova quotazione" quelli che abbiano deliberato la richiesta di ammissione delle azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano. Questi emittenti possono optare per una disciplina speciale, che prevede la possibilità di inserire nello statuto clausole derogatorie rispetto alla disciplina ordinaria delle società quotate (in materia di elezione degli organi sociali, modifica dello statuto, diritto di recesso e operazioni con parti correlate) al fine di offrire una struttura di *governance* più flessibile e attrattiva.

In particolare, il comma 4 dell'art. 154.2 TUF prevede che gli emittenti di nuova quotazione che abbiano esercitato l'opzione per il regime speciale e abbiano successivamente ottenuto il trasferimento delle negoziazioni su un MTF ai sensi del novellato art. 133, comma 1-bis, possano conservare le modifiche statutarie adottate in conformità alla disciplina della sezione V.1, a condizione che (i) tali modifiche siano compatibili con le regole del sistema multilaterale di destinazione, fatta eccezione per le clausole di cui all'art. 154.4, comma 2, e (ii) le azioni siano state negoziate sul mercato regolamentato per un periodo continuativo non inferiore a tre anni.

Si tratta di una disposizione di notevole significato pratico. Essa consente, per la prima volta, una *migrazione ordinata* verso un MTF che non comporti la perdita integrale

delle acquisizioni statutarie realizzate in fase di quotazione, creando così un *continuum* regolatorio tra il regime del mercato regolamentato e quello del sistema multilaterale.

La condizione della permanenza triennale sul mercato regolamentato assolve a una duplice funzione: da un lato, garantisce un radicamento minimo dell'emittente nel mercato principale, prevenendo comportamenti opportunistici; dall'altro, assicura che il *downlisting* non costituisca una forma di elusione del regime di vigilanza applicabile alle società quotate.

8. Prospettive future: la Savings and Investments Union

La riforma del TUF si inserisce, come si accennava, in un sistema europeo in movimento, nel quale il progetto della *Savings and Investments Union* (SIU), evoluzione e potenziamento della precedente *Capital Markets Union*, ambisce a mobilitare il vasto bacino di risparmio privato europeo verso investimenti produttivi, con l'obiettivo di finanziare la transizione climatica, l'innovazione tecnologica e la difesa europea.

Il "pacchetto legislativo" presentato dalla Commissione Europea il 4 dicembre 2025 si articola, come noto, attorno a tre assi fondamentali.

Il primo asse riguarda la integrazione e semplificazione dei mercati: per superare la frammentazione regolamentare tra gli Stati membri, il *pacchetto* propone l'introduzione della qualifica di *Pan-European Market Operator* (PEMO) per gli operatori delle sedi di negoziazione che intendano operare su scala continentale, semplificando le strutture autorizzative e di licenza. Vengono altresì armonizzati i regimi di passaporto per i fondi OICVM e FIA, riducendo le barriere alla distribuzione transfrontaliera.

Il secondo asse concerne la centralizzazione della supervisione: il *pacchetto* prevede un significativo ampliamento delle competenze di vigilanza diretta dell'ESMA, che assumerà la supervisione sulle controparti centrali (CCP) e sui depositari centrali di titoli (CSD) di rilevanza sistemica. Questo rafforzamento istituzionale risponde all'esigenza di garantire un trattamento uniforme degli operatori in tutta l'Unione, evitando fenomeni di *forum shopping* regolamentare.

Il terzo asse riguarda la promozione dell'innovazione tecnologica: il *pacchetto* interviene sul *DLT Pilot Regime* per ampliare la flessibilità operativa delle infrastrutture basate su DLT, rimuovere i limiti temporali sulle autorizzazioni e garantire maggiore certezza giuridica agli operatori che investono in questa tecnologia. La direttiva sulla definitività del regolamento (*Settlement Finality Directive*) viene trasformata in un regolamento direttamente applicabile, con un approccio tecnologicamente neutro che include esplicitamente i sistemi basati su DLT.

In questo quadro, il diritto italiano, anche attraverso la riforma del TUF, è chiamato a garantire la piena coerenza del sistema nazionale con i principi e le misure della SIU, senza introdurre misure di *gold plating* che possano penalizzare la competitività degli operatori italiani rispetto ai concorrenti europei.

In tale prospettiva si inserisce anche la ricordata riflessione sulla disciplina dell'*interlocking*: la SIU promuove esplicitamente la crescita dimensionale e l'integrazione degli intermediari finanziari europei, obiettivi che rischiano di essere ostacolati da norme nazionali che limitino la mobilità dei vertici aziendali tra soggetti operanti nel medesimo mercato.

Ciò detto, la riforma del TUF si caratterizza per una struttura a doppio binario: da un lato, le misure di immediata applicazione introdotte dalla Legge Capitali, che hanno già prodotto effetti significativi, in particolare in materia di classificazione della clientela, di disciplina dei mercati e di *governance* delle società quotate; dall'altro, le misure delegate al Governo per una revisione organica, destinate a dispiegarsi nel prossimo biennio attraverso uno o più decreti legislativi.

Il risultato atteso è un TUF rinnovato nella forma e negli equilibri regolatori, più coerente con il quadro europeo e più rispondente alle esigenze di un mercato dei capitali in rapida evoluzione.

Permangono tuttavia questioni aperte, che il processo riformatore dovrà affrontare con rigore: la codificazione dei rimedi giudiziali per le violazioni delle regole di condotta, l'adeguamento della disciplina dell'*upgrading* alla *Retail Investment Strategy*, la definizione del perimetro dell'operatività transfrontaliera degli intermediari extra-UE.

Il giudizio complessivo sulla riforma non può prescindere da una considerazione di ordine sistematico: la qualità di un sistema normativo si misura non soltanto dalla chiarezza e dalla modernità delle sue regole, ma anche dalla stabilità e dalla prevedibilità del contesto applicativo che esse generano.

La proliferazione di interventi normativi frammentari, la persistenza di lacune e la tensione tra livelli regolatori diversi (europeo, nazionale, tecnico-secondario) sono fattori che incidono negativamente sulla fiducia degli operatori e degli investitori.

La riforma del TUF ha l'ambizione di superare questi limiti; la sua effettività dipenderà, in larga misura, dalla capacità di tradurre questa ambizione in un impianto normativo organico, coerente e capace di durare nel tempo.

Mi sembra sia stato fatto un lavoro molto buono. Ma non è finito.

Qual è il futuro della regolamentazione dei mercati dei capitali in Italia all'interno dell'Unione Europea?

CARMINE DI NOIA

Director for Financial and Enterprise Affairs
OECD

SOMMARIO: 1. L'imperativo strategico per mercati europei più profondi. - 2. La credibilità istituzionale come fondamento della fiducia. - 3. L'ecosistema italiano e il piano d'azione dell'OCSE. - 4. La realtà globale e locale delle infrastrutture di mercato moderne. - 5. L'evoluzione degli intermediari e delle infrastrutture. - 6. Affrontare la frammentazione europea. - 7. Il ruolo critico dell'alfabetizzazione finanziaria. - 8. Conclusione.

La riforma del Testo Unico della Finanza (TUF) avviene in un momento in cui i mercati dei capitali europei affrontano profonde pressioni strutturali, ma anche opportunità storiche. Sebbene i dibattiti parlamentari e tecnici che animano questa riforma siano essenziali, è altrettanto importante adottare una visione più ampia per comprendere la logica economica alla base dello sviluppo dei mercati dei capitali, le lezioni che emergono dal lavoro dell'OCSE – inclusa l'*OECD Capital Markets Review of Italy*⁰¹ – e le condizioni istituzionali necessarie per tradurre i cambiamenti normativi in mercati dei capitali più sviluppati, in una più ampia partecipazione delle famiglie ad essi ed in maggiori finanziamenti per le imprese.

Questo articolo offre tale prospettiva più ampia. Il suo argomento centrale è semplice: l'Unione Europea ha bisogno di mercati dei capitali più profondi e integrati e il percorso di riforma dell'Italia è più efficace quando concepito come parte di una trasformazione di un ecosistema economico e finanziario.

⁰¹ OECD (2020), *OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, OECD Capital Market Series, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/8443f95a-en>.

1. L'imperativo strategico per mercati europei più profondi

L'Unione Europea attualmente affronta un bisogno urgente di mercati dei capitali più integrati e profondi. L'argomentazione a favore di questa integrazione si basa su tre pilastri fondamentali.

• **Primo, i mercati dei capitali forniscono finanziamenti essenziali per iniziative ad alto rischio e ad alta crescita che non possono fare affidamento sul credito bancario tradizionale.** La struttura della creazione di valore economico è cambiata radicalmente negli ultimi decenni. Le analisi dell'OCSE dimostrano ripetutamente la crescente predominanza economica degli asset immateriali, inclusi software, dati, proprietà intellettuale, capacità di ricerca e sviluppo e marchi. Questi elementi costituiscono i principali motori della produttività e dell'innovazione. Non si adattano bene ai modelli tradizionali di prestito basati su garanzie perché gli asset fisici sono scarsi. I mercati azionari svolgono un ruolo vitale per imprese di tutte le dimensioni. Le piccole e medie imprese possono prosperare quando l'accesso al mercato è combinato con incentivi e strutture di governance adeguate. Le startup di oggi spesso diventano le mega cap di domani, il che significa che l'Europa non può permettersi di perdere potenziale innovativo a causa della mancanza di accesso al capitale nelle fasi iniziali.

• **Secondo, i mercati dei capitali sono strutturalmente meno pro-ciclici del credito bancario e forniscono uno stabilizzatore aggiuntivo quando l'incertezza economica aumenta.** Le banche sono indiscutibilmente vitali per l'economia. La loro capacità di prestito è inevitabilmente legata a vincoli di bilancio, requisiti prudenziali e parametri di propensione al rischio che possono irrigidirsi bruscamente nei periodi di stress. Mercati finanziari ben progettati possono mantenere aperti i canali di finanziamento quando le banche si ritirano. Questa dinamica è stata chiaramente visibile durante la pandemia di COVID-19. Le discussioni tra le autorità pubbliche presero in considerazione anche l'ipotesi di una chiusura temporanea dei mercati. La decisione di mantenerli aperti si rivelò cruciale. Imprese e governi poterono rifinanziarsi, raccogliere liquidità, emettere debito e stabilizzare le aspettative degli investitori. Quella continuità di mercato rappresentò un bene pubblico.

• **Terzo, mercati ben sviluppati facilitano quella che può essere descritta come democrazia finanziaria, consentendo ai cittadini di partecipare direttamente alla creazione di valore economico.** Quando le imprese creano valore economico e raccolgono capitale attraverso mercati trasparenti, le famiglie possono condividere tale prosperità attraverso partecipazioni azionarie, fondi di investimento, fondi pensione e prodotti di risparmio a lungo termine. È semplicemente più facile per i cittadini partecipare quando gli asset sono negoziati in sedi pubbliche ben regolamentate. Questo punto è essenziale per la legittimità complessiva del sistema finanziario. Se l'obiettivo è ottenere ampio sostegno pubblico per mercati dei capitali più profondi, le persone devono percepire tali mercati come meccanismi di opportunità, inclusione e creazione di ricchezza, governati da regole che proteggono la loro fiducia.

2. La credibilità istituzionale come fondamento della fiducia

Tutti i benefici sopra menzionati dipendono da una condizione essenziale: i mercati richiedono fiducia. La fiducia è un risultato istituzionale, non un semplice sentimento. L'*OECD Global Debt Report 2026*⁰² sottolinea l'idea fondamentale che mercati sostenibili richiedono istituzioni credibili.

La resilienza osservata nei mercati obbligazionari e azionari negli ultimi anni non dovrebbe essere data per scontata. Sia i mercati obbligazionari che quelli azionari hanno continuato a funzionare con relativa calma nel 2025. Nonostante forti pressioni esterne, incluse tensioni geopolitiche, dispute commerciali e incertezze economiche crescenti, essi hanno mostrato una forte capacità di assorbire shock. I mercati hanno affrontato anche pressioni interne, come maggiori esigenze di rifinanziamento, condizioni di liquidità occasionalmente più rigide e cambiamenti nel comportamento degli investitori. Un solido quadro di politica monetaria e sistemi efficaci di gestione del debito pubblico hanno fornito una base essenziale per tale stabilità.

Preservare tale base sarà cruciale per mantenere la fiducia degli investitori e assicurare il continuo buon funzionamento dei mercati finanziari. La resilienza recente mostra ciò che è efficace nella pratica. La resilienza non è mai automatica. Saranno necessarie azioni decisive per salvaguardare la stabilità nei prossimi anni e soddisfare crescenti esigenze di finanziamento. Le riforme normative devono abbracciare questa prospettiva più ampia. La regolamentazione deve attivamente consentire ai mercati di funzionare in modo efficiente e trasparente.

3. L'ecosistema italiano e il piano d'azione dell'OCSE

L'*OECD Capital Markets Review of Italy*, pubblicata nel 2020, ha fornito una valutazione completa delle barriere strutturali all'interno dell'ecosistema nazionale. La revisione ha esaminato aree come lo sviluppo del mercato azionario, l'accesso al finanziamento per le piccole e medie imprese, la governance societaria e l'equilibrio tra protezione degli investitori e dinamismo di mercato.

Quest'analisi ha contribuito a informare le discussioni volte a semplificare i requisiti di quotazione, rafforzare le pratiche di governance societaria e migliorare l'attrattività dei mercati dei capitali italiani per gli investitori sia nazionali che internazionali. L'allineamento delle pratiche domestiche agli standard OCSE ha sostenuto gli sforzi per ampliare la partecipazione al mercato, migliorarne la trasparenza e favorire investimenti di lungo periodo.

Le raccomandazioni dell'OCSE rappresentavano un piano d'azione che richiedeva misure coordinate piuttosto che interventi isolati. I mercati dei capitali funzionano come un ecosistema integrato. Migliorare un componente senza affrontare gli altri significa

⁰² OECD (2026), *Global Debt Report 2026: Sustaining Debt Market Resilience Under Growing Pressure*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/e9d80efd-en>.

che il sistema nel suo complesso rimane stagnante. Le raccomandazioni comportavano conseguenze istituzionali significative. A seguito dell'analisi, l'OCSE suggerì una consultazione pubblica che il Ministero dell'Economia e delle Finanze effettuò successivamente. Questa consultazione diede origine al Libro Verde del 2022 sulla competitività dei mercati finanziari italiani, che portò infine al DDL Capitali. L'allineamento tra le proposte della Legge e le raccomandazioni dell'OCSE era evidente durante un'audizione presso la Commissione Finanze del Senato nel luglio 2023. Il DDL Capitali è diventato legge all'inizio del 2024.

L'Italia ha compiuto passi significativi negli ultimi anni per rafforzare la struttura finanziaria delle sue imprese e consolidare i suoi mercati dei capitali. Il mercato italiano rimane relativamente piccolo rispetto alla dimensione dell'economia nazionale e ad altri mercati europei. I progressi sono stati tangibili, ma la strategia complessiva deve diventare più ambiziosa affinché l'Italia possa raggiungere il suo pieno potenziale, promuovere la fiducia degli investitori e sostenere una crescita economica duratura.

4. La realtà globale e locale delle infrastrutture di mercato moderne

I mercati finanziari sono sempre più "global", operando contemporaneamente su scala globale e locale. I capitali finanziari si muovono attraverso i confini in pochi secondi, il rischio è prezzato su scala globale, le allocazioni di portafoglio sono intrinsecamente internazionali e gli emittenti competono per investitori in tutto il mondo. I flussi globali di capitale hanno storicamente permesso di destinare risorse a usi produttivi su scala senza precedenti, a beneficio delle popolazioni di tutto il mondo. L'economia globale dipende dal funzionamento efficace di questi mercati dei capitali, che a loro volta fanno affidamento sulla coerenza transfrontaliera delle politiche pubbliche a livello nazionale e sovranazionale.

Questa dinamica è particolarmente rilevante per l'Europa. Circa il dieci per cento della capitalizzazione di mercato mondiale è quotato nelle borse dell'Unione Europea, secondo il *Corporate Governance Factbook 2025* dell'OCSE.⁰³ È necessaria un'agenda ambiziosa per rafforzare i mercati locali. Tuttavia, con il novanta per cento del capitale pubblico globale al di fuori dell'Unione Europea, non è realistico né desiderabile che la regolamentazione europea operi in disallineamento con il resto del mondo.

Un'economia globale ben funzionante è guidata da principi comuni e valori condivisi. Essere un leader regolamentare senza seguaci è sub-ottimale e dovrebbe essere evitato. Gli standard globali, come i Principi G20/OCSE di Corporate Governance⁰⁴ e le Linee

⁰³ OECD (2025), *OECD Corporate Governance Factbook 2025*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/f4f43735-en>.

⁰⁴ OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>

guida OCSE per le imprese multinazionali⁰⁵, forniscono i quadri di riferimento per una condotta societaria trasparente e responsabile. L'implementazione di tali standard in Europa sostiene la fiducia degli investitori in modo tale che il capitale sia allocato con la fiducia che verrà utilizzato in modo efficace.

I mercati conservano anche caratteristiche distintamente locali. Ogni paese possiede una propria struttura di mercato, un equilibrio unico tra domanda e offerta, una base specifica di investitori e modelli distinti di proprietà societaria. Le riforme devono sempre riflettere tali condizioni domestiche.

5. L'evoluzione degli intermediari e delle infrastrutture

I mercati non funzionano nel vuoto. Dipendono interamente da una complessa architettura di intermediari e infrastrutture, inclusi broker, banche, asset manager, sedi di negoziazione, custodi, agenzie di rating e fornitori di dati. Gli intermediari svolgono un ruolo essenziale nel trasmettere i volumi di transazione ai mercati. Ad esempio, essi collegano emittenti e investitori, trasformano la liquidità su diversi orizzonti temporali, distribuiscono il rischio e forniscono servizi di custodia. Questi soggetti plasmano direttamente il costo del capitale attraverso concorrenza e trasparenza.

Queste infrastrutture sono cambiate profondamente negli ultimi decenni.

- Le borse valori erano storicamente organizzate come enti mutualistici di proprietà dei membri o come servizi pubblici destinati a sostenere i mercati domestici.

- Molte delle maggiori borse al mondo oggi operano come società quotate su base commerciale, incluse piattaforme come NYSE, Nasdaq, Euronext, LSEG e Deutsche Börse.

- La quotazione ha consentito a questi soggetti di raccogliere capitale, investire massicciamente in tecnologia e partecipare a processi di consolidamento transfrontaliero.

Un cambiamento strutturale verso l'integrazione verticale è altrettanto importante. Le diverse fasi del ciclo di negoziazione erano in passato organizzate in istituzioni separate. Oggi, molti gruppi borsistici operano su più fasi di questa catena, combinando sedi di negoziazione con mercati dei derivati, controparti centrali e talvolta depositari centrali di titoli. Le borse si sono evolute da semplici mercati a gruppi integrati di infrastrutture che offrono una vasta gamma di servizi. L'economia delle infrastrutture di mercato tende a favorire questi modelli di piattaforma grazie alla dimensione, agli effetti di rete e all'integrazione tecnologica.

L'integrazione dei mercati del debito e dei mercati azionari è visibile su scala globale. In molte economie avanzate, circa un terzo o più della capitalizzazione di mercato è detenuta da investitori esteri. Una quota significativa sia dei titoli di stato che delle obbligazioni societarie è detenuta da investitori stranieri. Gli sviluppi dei mercati dei capitali

⁰⁵ OECD (2023), *OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/81f92357-en>.

sono sempre più plasmati da forze globali piuttosto che puramente domestiche.

L'Europa sta vivendo una propria trasformazione, che coinvolge la digitalizzazione del trading, l'emergere di nuove forme di dati di mercato, una crescente automazione, piattaforme retail, esperimenti di tokenizzazione e cambiamenti nei processi post-trade. Questa evoluzione richiede che i decisori politici adeguino la propria prospettiva regolamentare.

La regolamentazione si è tradizionalmente concentrata soprattutto sui requisiti prudenziali, l'integrità dei mercati e la protezione degli investitori. Questi obiettivi restano essenziali. Le politiche pubbliche devono ora tenere sempre più conto di questioni quali concorrenza, accesso ai dati di mercato, assetti di governance e implicazioni specifiche dell'integrazione verticale. In pratica, ciò significa garantire un accesso non discriminatorio ai servizi di negoziazione e post-negoziazione, stabilire condizioni trasparenti per i dati di mercato e costruire quadri di vigilanza in grado di affrontare infrastrutture le cui attività trascendono le frontiere nazionali. L'Unione Europea sta evolvendo lentamente verso un approccio più federale all'integrazione dei mercati e alla supervisione.

6. Affrontare la frammentazione europea

La frammentazione del mercato rimane uno degli ostacoli più persistenti alla competitività europea. I mercati dei capitali dell'Unione Europea rimangono essenzialmente nazionali nonostante due decenni di iniziative per l'Unione dei mercati dei capitali. Il risultato è un panorama definito da incertezza giuridica, procedure duplicanti e costi di conformità più elevati, in particolare per le imprese che cercano di espandere le proprie attività oltre confine. La Savings and Investment Union mira a affrontare queste problematiche avanzando verso una maggiore convergenza e, quando opportuno, una maggiore centralizzazione nella regolamentazione e nella supervisione dei mercati.

Delle regole solide non sono sufficienti se la supervisione rimane frammentata tra diverse giurisdizioni. Pratiche nazionali divergenti portano a ventisette diverse interpretazioni dello stesso corpus normativo. Passare a un singolo supervisore completamente centralizzato è probabilmente troppo presto per l'Unione Europea, ma è certamente troppo tardi per continuare ad essere un sistema essenzialmente nazionale. La convergenza della supervisione è essenziale, indipendentemente dal percorso specifico che l'Europa sceglierà. I partecipanti nei diversi mercati devono essere soggetti a una vigilanza coerente affinché gli investitori abbiano fiducia nel destinare capitale oltre confine.

Le posta in gioco sotto il punto di vista economico è chiara. La quota delle società tecnologiche nei proventi delle IPO negli Stati Uniti è quasi tre volte quella nell'Unione Europea e circa sette volte più elevata in termini assoluti. L'innovazione europea non è il problema: l'Europa ha rappresentato il 17 per cento delle domande globali di brevetti

nel 2021, rispetto al 21 per cento degli Stati Uniti.⁰⁶ La discrepanza riguarda soprattutto l'ambiente in cui le idee vengono finanziate, testate e scalate. Molte innovazioni non raggiungono mai una scala commerciale senza finanziamenti adeguati. Sviluppare una posizione globale di primo piano nelle tecnologie digitali, biotecnologiche e verdi richiede mercati dei capitali più profondi e più integrati.

7. Il ruolo critico dell'alfabetizzazione finanziaria

L'alfabetizzazione finanziaria è un tema spesso sottovalutato nelle discussioni sulle riforme dei mercati dei capitali. Tuttavia, essa deve diventare un obiettivo centrale delle politiche pubbliche europee. Le famiglie europee detengono ancora oltre il 30 per cento dei propri asset finanziari in contanti e depositi, rispetto a circa il 14 per cento negli Stati Uniti.⁰⁷ Mobilitare anche solo una frazione di questi risparmi verso investimenti di lungo periodo potrebbe liberare enormi risorse finanziarie per le imprese europee. Questo darebbe alle famiglie una partecipazione diretta alla creazione della ricchezza societaria, assicurando che i guadagni economici siano ampiamente distribuiti. François Villeroy de Galhau, Governatore della Banque de France, ha sottolineato esattamente questo punto all'evento di lancio del Global Debt Report 2026 dell'OCSE.

Aumentare la partecipazione retail ai mercati finanziari richiede fiducia, comprensione e strumenti accessibili. L'OCSE, in collaborazione con la Commissione Europea, ha sviluppato quadri di competenze per l'educazione finanziaria per diverse fasce d'età. Iniziative come il *PISA Financial Literacy Assessment*⁰⁸ e l'*OECD/INFE Survey of Adult Financial Literacy*⁰⁹ aiutano i responsabili politici a integrare le competenze finanziarie nei programmi di apprendimento permanente. C'è ancora un lavoro significativo da fare. L'ultima indagine OECD/INFE ha rilevato che nel 2023 solo il 39 per cento degli adulti nei Paesi OCSE ha raggiunto il target minimo di alfabetizzazione finanziaria. Questa mancanza di conoscenze di base ha conseguenze dirette sulla partecipazione al mercato e sul processo decisionale individuale. Gli sforzi per approfondire i mercati dei capitali rischiano di lasciare indietro molti cittadini, creando disuguaglianze di accesso e, in definitiva, indebolendo il sostegno politico per un'agenda più ampia legata alla riforma dei mercati finanziari.

⁰⁶ https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20_%20A%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf, p. 28.

⁰⁷ [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities#:~:text=In%202023%2C%20the%20assets%20of,consisted%20of%20loans%20\(92.1%25\)](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities#:~:text=In%202023%2C%20the%20assets%20of,consisted%20of%20loans%20(92.1%25)).

⁰⁸ OECD (2024), *PISA 2022 Results (Volume IV): How Financially Smart Are Students?*, PISA, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5a849c2a-en>.

⁰⁹ OECD (2023), "OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy", *OECD Business and Finance Policy Papers*, No. 39, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/56003a32-en>.

8. Conclusione

L'Unione Europea – e l'Italia al suo interno – ha bisogno di mercati dei capitali più profondi per garantire il finanziamento dell'innovazione, costruire una struttura di finanziamento più resiliente per l'economia nel suo complesso e incoraggiare la partecipazione dei cittadini alla creazione di valore. Mercati più profondi richiedono fiducia. La fiducia si basa su istituzioni credibili, quadri regolamentari coerenti e una supervisione efficace e convergente.

Analisi come le *OECD Capital Markets Reviews*, l'annuale *Global Debt Report* e standard globali come i Principi di Corporate Governance G20/OCSE puntano tutti in modo coerente verso la stessa conclusione. Le riforme hanno maggiore successo quando vengono affrontate come riforme di ecosistema, in modo coordinato e rafforzandosi reciprocamente. L'Italia ha compiuto passi significativi dalla revisione OCSE del 2020. La sfida immediata è mantenere tale slancio e collegare esplicitamente le riforme normative a obiettivi strategici più ampi tra i quali competitività, investimenti, resilienza e inclusione. La strada da percorrere richiede maggiore integrazione e fiducia, meno barriere e un ruolo centrale per gli intermediari nel garantire che i mercati finanziari servano efficacemente l'economia reale.

Riflessioni introduttive: riconfigurazione della clientela degli intermediari e riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza.

MIRELLA PELLEGRINI

Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
LUISS

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. L'attenzione verso gli enti previdenziali privatizzati. - 3. Segue: Alcune questioni aperte. - 4. Il riparto di competenze della vigilanza.

1. Premessa

Nell'ambito dei lavori della Commissione presso il MEF per la revisione del Testo Unico della Finanza era chiaro come la primaria esigenza di riforma, con riferimento alla disciplina degli intermediari, fosse quella di realizzare una semplificazione degli oneri regolatori.

Una tale esigenza rispondeva, e tutt'ora risponde, a due ordini di finalità, distinte ma tendenzialmente collegate: da un lato, ragioni di efficienza – e, dunque, di riduzione dei costi operativi e regolatori (tema importante, anche alla luce dei noti rapporti Letta e Draghi e del continuo deterioramento dello scenario economico)^{01,-}; dall'altro lato, finalità di miglioramento della competitività del mercato dei capitali italiano. Necessità, quest'ultima, particolarmente sentita tanto nel contesto domestico, quanto – e più in generale – se ricondotta nel più ampio quadro di riforma e rilancio delle strategie europee dettate in tema di mercato dei capitali.

⁰¹ I rapporti di Enrico Letta ("Much More than a Market", aprile 2024) e Mario Draghi ("The Future of European Competitiveness", settembre 2024) costituiscono due pilastri strategici per il rilancio dell'UE. Per una sintesi v. Senato della Repubblica, Legislatura 19^a - Dossier n. 142 DE, consultabile su https://www.senato.it/printable/route/sen_showdoc.show_doc_controller_structure?leg=19&tipodoc=DOSSIER&id=1474927&idoggetto=0&part=dossier_dossier1-sezione_sezione1-h2_h21&printable_format=print&legislature=19.

Sulla base di queste due finalità è dunque possibile individuare la logica alla base delle modifiche suggerite alla disciplina degli intermediari e all'assetto della vigilanza. Modifiche, queste, senza dubbio incentivanti un sistema rinnovato e nel quale, a valle del processo di riforma, pare quantomeno legittimo domandarsi oggi se il sopracitato obiettivo sia stato raggiunto.

Con l'obiettivo di dare riscontro a questo interrogativo, nel poco tempo a mia disposizione, vorrei provare a ragionare con voi – nella prospettiva del diritto della regolazione – su due significative modifiche che incidono sulla disciplina degli intermediari, lasciando a margine quelle più direttamente rivolte al risparmio gestito, oggetto di una specifica sessione. Intendo concentrarmi su:

- 1) la riconfigurazione della clientela degli intermediari e, quindi, la qualificazione degli enti previdenziali privatizzati – le “Casse”, per usare un termine più colloquiale – nei termini di investitore professionale di diritto; e
- 2) il riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza e la semplificazione dei procedimenti autorizzativi.

La scelta di trattare congiuntamente questi due interventi, apparentemente distanti, deriva innanzitutto dal “comune denominatore” che li caratterizza: entrambe le modifiche – dando applicazione concreta ad alcune delle finalità caratterizzanti la riforma del t.u.f. – risultano espressamente giustificate (in questo senso è di conforto anche la “relazione di accompagnamento” al testo di riforma) dalla medesima esigenza di ridurre gli oneri amministrativi a carico degli operatori (leggasi, semplificazione) e, al contempo, garantire una maggiore efficienza del sistema di supervisione (anche e soprattutto con l'intento di realizzare un mercato maggiormente competitivo).

Se la logica sottesa al duplice intervento è chiara e condivisibile, ritengo opportuno svolgere alcune considerazioni riguardo alle implicazioni di entrambe queste modifiche sulla operatività dei mercati.

2. L'attenzione verso gli enti previdenziali privatizzati

Quanto al primo profilo oggetto di analisi, va evidenziato che nell'ambito della riforma della disciplina dettata dal Testo unico della finanza, la riscrittura dell'art. 1, lettera *m-undecies* intende estendere agli enti previdenziali privatizzati la qualifica di “*clienti professionali o investitori professionali di diritto*”⁰², integrando e specificando un proget-

⁰² Cfr. la *Relazione tecnica di accompagnamento* allo “Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal Testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento”, 17 ottobre 2025, spec. p. 8.

to già iniziato dalla c.d. Legge Capitali⁰³.

Con il riconoscimento dello *status* in questione, gli enti previdenziali in oggetto potranno “accedere – sistematicamente – a quelle forme di servizi e investimenti di cui attualmente riescono ad usufruire previo riconoscimento dello status di c.d. “cliente professionale su richiesta”, ad esito di un procedimento, con l’intermediario controparte, che comporta oneri – amministrativi e non – dilazione dei tempi e, nel caso di ritardi dovuti all’acquisizione delle informazioni e degli approfondimenti necessari per il riconoscimento di siffatta qualifica, la perdita di potenziali opportunità di investimento”⁰⁴.

Sotto un profilo tecnico-operativo, le Casse previdenziali privatizzate rivestiranno una doppia qualifica: quella di “*controparte qualificata*” (ex Legge Capitali) per i servizi d’investimento di cui all’art. 1, comma 5, a, b, e c) nonché quella di “*cliente professionale*” (di diritto), per tutti gli altri – ma anche per quelli di cui alle suddette lettere a), b) e c), – laddove il concetto di clienti professionali e controparti qualificate richiede logicamente una diversa incidenza delle tutele, secondo uno schema maggiormente coerente con la vocazione degli enti in questione. Si tratta infatti di enti che, come vedremo meglio più avanti, si caratterizzano per la loro matrice essenzialmente finanziaria e già costituiscono una tipologia di investitore che può accedere a forme di investimento riservate agli investitori professionali.

Gli enti previdenziali in parola saranno considerati alla stregua degli operatori del mercato finanziario con maggiore esperienza – come, ad esempio, i fondi pensione e le fondazioni bancarie – e potranno accedere ad un più ampio ventaglio di investimenti, superando il modello precedente che prevedeva il riconoscimento della qualifica di “*investitori professionali*” su richiesta, solo dopo il superamento di una rigida e onerosa

⁰³ Si veda il *Dossier “Riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, e disposizioni di coordinamento”*, del 27 ottobre 2025, p. 15, reperibile al seguente link: https://documenti.camera.it/leg19/dossier/testi/FI0144.htm?_1775569045251, laddove precisa che “Tra le modifiche introdotte assume una specifica rilevanza la modifica alla definizione di cliente professionale, al fine di ricomprendervi anche gli enti previdenziali privatizzati in conformità al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509 e del decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103, con ciò ampliando ulteriormente la portata della modifica già introdotta dalla legge capitali (n. 21 del 2024), che ha incluso questi enti tra le “controparti qualificate” e chiarendo definitivamente la natura di cliente professionale di questi enti – di natura essenzialmente finanziaria – consentendo una semplificazione dell’operatività nello svolgimento delle diverse operazioni di investimento compiute nella gestione del patrimonio da essi raccolto per l’erogazione – presente e futura – delle prestazioni previdenziali obbligatorie a favore dei propri iscritti”.

⁰⁴ In questi termini, cfr. la sopracitata *Relazione tecnica di accompagnamento* allo “Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all’articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21...”, in particolare a p. 2 ss., dove si evidenzia altresì che “in sostanza, con l’intervento in discorso si semplifica l’operatività dei predetti enti che sono peraltro già soggetti a una vigilanza – anche – tecnico-finanziaria preordinata anche a verificare i criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti e sono configurati dalla legge come enti che, nel perseguimento delle proprie finalità previdenziali, devono compiere una gestione essenzialmente professionale nella gestione del proprio patrimonio”.

procedura di controllo e verifica da parte degli intermediari.

Con la riforma si supera la regola di *opt-in* che – non senza problemi di natura procedurale – delegava alla discrezionalità della singola Cassa previdenziale la scelta se essere considerata investitore professionale, solo dopo il superamento di una procedura di controllo e verifica da parte degli intermediari, con significative conseguenze relative all'accesso al mercato e correlati ritardi. L'intervento è, dunque, essenzialmente riconducibile alla volontà di ridurre i costi transattivi connessi all'accesso a investimenti più rischiosi, per facilitare l'afflusso di risorse verso imprese *in need of capital*.

Nelle intenzioni del legislatore, la nuova qualificazione recepisce una caratteristica ontologica già preesistente delle casse (che, nella loro operatività, sarebbero dei soggetti di natura essenzialmente finanziaria) nonché una loro naturale propensione operativa⁰⁵. Questo ci dà, intanto, una risposta sulla percezione normativa delle casse come soggetti di diritto finanziario oltre che soggetti di taglio previdenziale, riconoscendo la natura strutturalmente finanziaria dell'attività svolta da tali soggetti e la dimensione professionale della gestione delle risorse loro affidate. Le modifiche al Testo unico della finanza muovono, infatti, dalla constatazione che gli enti previdenziali – in particolare quelli privatizzati – amministrano patrimoni di rilevante entità e operano nei mercati finanziari attraverso strategie di investimento articolate e professionalmente strutturate, orientate alla gestione prudentiale delle risorse destinate all'erogazione delle prestazioni previdenziali.

Inoltre, sotto un profilo generale, la riforma del t.u.f. in merito al profilo previdenziale appena esaminato appare in grado di dialogare con importanti ed attuali tendenze europee (in particolare, caratterizzanti il progetto di *Savings and Investments Union*)⁰⁶ e riflette le recenti tendenze sovranazionali che riconoscono in tale forma di risparmio un volano per il rilancio dell'economia e per la transizione verso gli investimenti sostenibili.

⁰⁵ Si veda Audizione Assogestioni Roma, 27 novembre 2025, su Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, laddove sottolinea che "negli ultimi anni tali enti hanno inoltre incrementato in misura significativa gli investimenti in asset alternativi – in particolare infrastrutture, private equity e private debt [n.d.a. anche fondi ESG]– svolgendo un ruolo essenziale nel canalizzare risorse verso l'economia reale e nel sostenere la crescita del tessuto produttivo nazionale", consultabile su [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/memoria_audizione_assogestioni_ag_331_li_e_vi_comm_senato_e_camera_27nov2025.pdf](https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/memoria_audizione_assogestioni_ag_331_li_e_vi_comm_senato_e_camera_27nov2025.pdf)

⁰⁶ In argomento, di recente, cfr. GUCCIONE e VELLA, *Il futuro del mercato unico dei capitali: le proposte della Savings and Investments Union*, in *An. giur. econ.*, 2025, 2, pp. 407 ss. Nonché, DI NOIA, *Savings and Investments Union e concorrenza nei mercati dei capitali internazionali*, ivi, pp. 399 ss.; COMANA, *La SIU: il nuovo quadro di riferimento per l'unione di capitali*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2/2025, p. 439 ss.

nibili nell'Unione Europea⁰⁷ nonché il crescente interesse degli investitori istituzionali previdenziali verso gli investimenti alternativi⁰⁸.

Di conseguenza, il primario interesse sarebbe quello di eliminare una barriera all'ingresso – rappresentata dal sistema dei controlli funzionali all'acquisizione della qualifica "su richiesta" – e, al contempo, favorire una coerenza tra il regime di vigilanza tecnico-finanziaria a cui questi soggetti sono già normativamente sottoposti e il loro *status* quali investitori. In altri termini, le esigenze a cui si dà così risposta sono, dunque, due: 1) promuovere una coerenza tra *status* e qualifica di *default* ai fini dell'accesso al mercato dei capitali; e 2) garantire che questa coerenza sia perseguita con i minor onere amministrativo possibile in capo alla cassa e all'autorità di vigilanza.

Nel contesto indicato, l'afflusso dell'ingente risparmio previdenziale⁰⁹ verso il mercato finanziario risulta quindi capace di venire attivato con vigore secondo modalità efficienti, e funzionale a segnare un mutamento di paradigma regolatorio, volto più in generale a ridefinire il ruolo della previdenza anche rispetto al mercato finanziario e alla

07 Trattasi della Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *"Rafforzare la capacità del settore delle pensioni complementari dell'UE di migliorare il reddito pensionistico e fornire capitale a lungo termine all'economia dell'UE"*, Bruxelles, 20 novembre 2025, COM(2025) 839 final, qui reperibile: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52025DC0839>.

08 Cfr. PALOMBO, *Le casse di previdenza come controparti qualificate (art. 15)*, in *La Legge Capitali e la riforma dei mercati (II parte)*, in *Giur. it.*, 2024, 12, pp. 2738 ss. Orbene, il nesso intercorrente tra risparmio previdenziale (inteso in senso più ampio) e investimento sul mercato dei capitali si traduce, oggi, nella necessità di precisi interventi normativi – da ultimo ben delineati anche dalla Comunicazione della Commissione europea –, i quali intendono rinsaldare il rapporto tra previdenza e mercato finanziario. Rapporto, questo, tutt'altro che secondario, ed anzi ben evidenziato dalla suddetta Comunicazione, la quale – in verità riferendosi al tema della previdenza complementare – sottolinea che "Oltre a garantire un reddito adeguato dopo il pensionamento, i regimi pensionistici finanziati e sostenuti da un paniere di attività possono anche sostenere la crescita economica e la competitività dell'UE, sia direttamente, mobilitando risparmi a lungo termine per gli investimenti, sia indirettamente, aumentando la profondità e la liquidità dei mercati dei capitali dell'UE": Comunicazione della Commissione, COM(2025) 839 final, cit., pp. 2 s.

09 È la stessa *Relazione tecnica*, cit., ad evidenziare il punto, in particolare a p. 5 ss., dove si chiarisce che "in base agli ultimi dati pubblicati da COVIP, l'attivo totale delle casse di previdenza alla fine del 2023 si è attestato a 114,1 miliardi di euro ed il peso rispetto al PIL è pari al 5,4%. Negli ultimi dieci anni le risorse complessive del settore sono cresciute di 48,4 miliardi, pari in media al 5,7% su base annua. Alla variazione dell'attivo concorrono diversi fattori, quali essenzialmente i saldi previdenziali per contributi incassati e prestazioni erogate e la redditività degli investimenti. Nel 2023 il flusso complessivo dei contributi al netto delle prestazioni si è attestato a 3,7 miliardi di euro. La redditività media degli investimenti è stata pari al 7,1%, grazie all'andamento favorevole dei mercati finanziari; sul più ampio orizzonte decennale, la redditività media annua composta è del 2,8%".

relativa disciplina¹⁰.

Delineato in questi termini, il crescente legame tra previdenza (complementare, ma anche obbligatoria laddove si pensi, con i dovuti adattamenti, alle Casse) e disciplina della finanza appare così divenire il punto di svolta ideale per lo sviluppo di un mercato dei capitali al quale si vuole assicurare l'afflusso costante ed ordinato delle risorse raccolte dagli enti previdenziali, purché ciò non sviscisi i livelli di protezione che caratterizzano il sistema pensionistico complessivamente inteso (stante la finalità di interesse generale della missione fondamentale delle Casse ex art. 38 Cost. e attesa la rilevanza pubblicistica, rimasta inalterata dopo l'avvenuta privatizzazione, del loro fine previdenziale¹¹).

Al fine di realizzare tale finalità, le misure relative ai criteri e alle regole di gestione delle risorse previdenziali raccolte diventano particolarmente importanti. Lasciando per un momento in secondo piano le misure di modifica che caratterizzano la riforma del t.u.f. sui profili in parola relativi agli enti di previdenza privatizzati, va ricordato che le previsioni europee appena citate, relative alla previdenza complementare (ma il tema potrebbe in futuro avere impatti di più ampia portata, anche con riferimento alle Casse), intendono in particolare "sbloccare" il potenziale pensionistico a favore del mercato dei capitali *anche* attraverso una rilettura delle norme di riferimento (ad esempio in tema IORP II e PEPP), indirizzata a segnare uno spostamento dal criterio della "*prudent person rule*" a favore di un approccio basato sul "*prudent person principle*"¹².

Come evidenziato in dottrina, questa modifica - che non appare possibile analizzare nel dettaglio -, lungi dall'assumere una rilevanza meramente formale, è destinata ad incidere profondamente sulla materia, risultando almeno in via di ipotesi in grado di contribuire a realizzare un sistema maggiormente efficiente e capace di dare riscontro positivo

10 In argomento cfr. VELLA, *I fondi pensione tra welfare e mercato unico dei capitali*, in *Lavoce.info*, del 15 dicembre 2025, reperibile su <https://lavoce.info/archives/109795/i-fondi-pensione-tra-welfare-e-mercato-unicodei-capitali/>, il quale ritiene importante evidenziare "il passaggio dalla *prudent person rule* al *prudent person principle* come criterio di riferimento nella qualificazione delle scelte gestorie, un criterio che governa anche la responsabilità del gestore e che assume ora un evidente connotato di maggiore flessibilità proprio con la finalità di rendere meno rigidi i margini di diversificazione degli investimenti anche verso quegli asset sui quali la Comunità fa affidamento per incrementare l'afflusso di capitali "pazienti" e di lungo termine verso le imprese". Si veda anche RIGANTI, *Previdenza complementare, sostenibilità e Savings and Investments Union*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, p. 473 ss.

11 Sulla natura giuridica delle Casse di previdenza e sulla disciplina giuridica delle loro attività cfr. IAIONE, *Le casse di previdenza come strumento di auto-organizzazione delle comunità di professionisti*, in *Le casse di previdenza tra autonomia e responsabilità*, a cura di Merola, Caroli, Iaione, Fersini, Roma, 2017, p. 39 ss.

12 Cfr. VELLA, op. cit.

alle esigenze del mercato¹³.

Tornano utili, al riguardo, le parole della Commissione europea nella menzionata Comunicazione del novembre 2025¹⁴ laddove si evidenzia che “il principio della persona prudente è una norma fiduciaria flessibile ma esigente” che “non prescrive una specifica combinazione di attività”, piuttosto sottolineando “le responsabilità e i doveri degli enti pensionistici di agire nell’interesse a lungo termine dei beneficiari dei regimi pensionistici, tenendo conto sia dei rendimenti che dei rischi inerenti alle attività pensionistiche”. In questi termini “il principio stabilisce un quadro decisionale in materia di investimenti per gli enti pensionistici basato sulla diversificazione, la gestione del rischio e l’adeguatezza (...)”, in sintesi evidenziando che “ciò che conta è se i gestori sono in grado di individuare, misurare e controllare i rischi associati e garantire che gli investimenti siano in linea con la tolleranza complessiva al rischio e il fabbisogno di liquidità del regime”.

Dalle considerazioni precedenti (come detto, riferite al segmento complementare ma in ogni caso di aiuto anche per inquadrare e approfondire il quadro previdenziale nel suo complesso ordinamentale, comprensivo cioè pure delle Casse) derivano, quindi, gli estremi di un contesto operativo per certi aspetti più “elastico” e capace di dialogare anche con la disciplina finanziaria, con correlata responsabilizzazione dei gestori e probabile maggiore impiego dei risparmi nel mercato dei capitali. Un mercato maggiormente aperto, e conscio della centralità della diversificazione e della corretta gestione del rischio, in un quadro in cui “Gli investimenti azionari, compreso il capitale quotato e non, non sono intrinsecamente imprudenti. Al contrario possono essere una componente essenziale di un portafoglio pensionistico ben diversificato e orientato al lungo termine, a condizione che i loro rischi siano chiaramente compresi e che il loro valore di mercato possa essere stimato in modo attendibile e allineato agli obiettivi del regime”¹⁵.

3. Segue: Alcune questioni aperte

Nel rinnovato quadro regolamentare, resta da chiedersi se tale modifica incida sulla tutela della clientela sull’altare dell’efficienza.

Va innanzitutto evidenziato che, quantomeno sul piano dei principi generali, le modifiche suggerite dal nuovo Testo unico della finanza (così come, a ben vedere, quelle

¹³ Come evidenziato da RIGANTI, *op. cit.*, p. 493, “Tale “cambio di registro (...) è destinato ad avere serie e positive ricadute sull’operatività dei fondi pensione: pur a fronte di una variazione solo apparentemente terminologica e formale (rule vs. principle), la modifica parrebbe infatti capace di delineare gli estremi (i) di un sistema più duttile ed efficiente, e nel quale la previdenza complementare potrà muoversi con maggiore libertà, fermo il criterio ordinante della sana e prudente gestione, oltretutto (ii) di una copertura previdenziale assicurata tramite (a) un rafforzamento della responsabilità fiduciaria dei gestori e (b) un rinvigorismento dell’attività di vigilanza, “riallocata”, in merito a questo aspetto, da un piano ex ante ad uno ex post”.

¹⁴ In particolare, Comunicazione della Commissione, COM(2025) 839 final, cit., p. 13.

¹⁵ Comunicazione della Commissione, COM(2025) 839 final, cit., p. 13.

proprie della Legge Capitali) danno particolare enfasi alla natura privatistica – e alla più marcata “autonomia” – degli enti previdenziali in questione, originariamente sancita dal D. Lgs. n. 509/1994, ponendosi in parziale controtendenza rispetto all’approccio di massima cautela di norma adottato dal legislatore in tema di risparmio previdenziale¹⁶.

La previsione in parola, infatti, se da un lato mitiga il percorso procedurale per l’accesso agli investimenti, con conseguente abbassamento di oneri e costi di norma caratterizzanti l’incanalamento del risparmio previdenziale¹⁷, dall’altro lato innalzerebbe, almeno potenzialmente, il livello di rischio che caratterizza l’operato degli enti in questione; aspetto, questo, che sarebbe giustificabile alla luce delle conoscenze e delle capacità di tali investitori, ma solo laddove queste fossero tali da bilanciare la disapplicazione dei presidi informativi posti a tutela della clientela *retail* e non professionale¹⁸.

In particolare, la progressiva assimilazione – evidentemente sottesa all’intervento – tra trattamento operativo degli enti previdenziali privatizzati e quella dei fondi pensione, appare quantomeno in parte incerta¹⁹, specie tenendo conto che questi ultimi sono oggetto di una regolamentazione ben più attenta e dettagliata, anche di matrice unionale²⁰, volta ad irrobustire le regole prudenziali sugli investimenti e sulla *governance* a tutela degli aderenti e dei beneficiari.

Tanto è vero che, le Casse di previdenza, nell’esercizio della propria autonomia gestionale, hanno sinora predisposto la propria autoregolamentazione (spesso, è vero, ispirandosi alla normativa applicabile alle forme pensionistiche complementari) ma pur

¹⁶ In questi termini, e per una più ampia disamina della classificazione delle Casse ai sensi della Legge Capitali (disamina che merita essere richiamata in questa sede) v. PALOMBO, *Le casse di previdenza come controparti qualificate* (art. 15), in *La Legge Capitali e la riforma dei mercati (II parte)*, cit., pp. 2738 ss.

¹⁷ In ultima analisi anche a favore delle PMI (e si ricordi che l’idea di favorire investimenti in PMI è portata avanti mediante numerosi interventi sinergici, tra i quali anche il DDL PMI recentemente approvato).

¹⁸ In tal senso si esprime PALOMBO, *op. cit.*, p. 2739.

¹⁹ Sempre PALOMBO, *op. loc. ult. cit.*, evidenzia che “con riferimento agli investimenti nell’economia italiana, risulta che le casse hanno impiegato, a fine 2022, 36,9 miliardi di euro, in misura poco superiore a quanto investito dai fondi pensione (35,5 miliardi di euro). Rilevante è inoltre la circostanza che circa due terzi del patrimonio siano gestiti in via diretta. Recenti studi, mostrano, infine, un crescente interesse verso gli investimenti sostenibili (...). Tenuto conto dell’evoluzione degli investimenti, si comprende allora perché l’upgrading delle casse a controparti qualificate appaia coerente quanto già previsto per i fondi pensione, specie quelli negoziali”.

²⁰ V. ad es., il contributo tecnico presentato dall’EIOPA per rafforzare le pensioni complementari in UE, proponendo modifiche alla Direttiva IORP II e al Regolamento PEPP, nell’ambito del “pacchetto” UE del 20 novembre 2025, volto a rafforzare la previdenza integrativa: EIOPA, *Technical input for the reviews of the IORP II Directive and the PEPP Regulation in the context of the Savings and Investments Union*, EIOPA-BoS-25/418, 05 September 2025.

sempre con un maggiore grado di flessibilità²¹; ciò si è tradotto, nella prassi in un quadro eterogeneo e frammentato e in assetti organizzativi notevolmente differenziati tra le medesime, in funzione della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita²².

In secondo luogo, si pone l'interrogativo circa l'efficacia delle misure analizzate nel canalizzare gli investimenti nell'economia reale da parte degli enti previdenziali in parola.

Anche qui, è ugualmente difficile offrire risposte certe. Va, infatti, sottolineato che – anche a prescindere dalla questione del regime *opt-in* circa il proprio *status* di investitore professionale – gli ostacoli che limitano l'accesso delle Casse a questa tipologia di investimenti rimangono molteplici: il quadro regolamentare esistente (ad esempio, una regolazione fortemente dedita ad individuare limiti quantitativi incide negativamente sulla capacità di effettuare investimenti), l'assenza di indici e quotazioni ufficiali nonché, più in generale, la mancanza di strumenti che consentano di effettuare agevolmente tali tipologie di investimenti assicurandone, al contempo, la coerenza con il profilo di rischio che in ogni caso caratterizza l'investimento di tipo previdenziale: è questo un investimento che deve necessariamente preservare il capitale nel lungo termine, per poter assicurare le prestazioni pensionistiche promesse.

Ci sono, per vero, voci critiche che temono un arretramento di tutele.

In particolare, ricorrerebbe la possibilità, di natura principalmente operativa, che gli interventi di modifica non conducano, all'atto pratico, ad un aumento dei livelli d'investimento delle Casse, limitandosi al più ad abbattere qualche onere amministrativo (e, forse, qualche costo), diminuendo tuttavia al contempo le tutele poste a favore dei relativi iscritti. E ciò anche a causa delle talvolta scarse competenze finanziarie delle Casse in questione, sintomo quest'ultimo di quel più ampio problema di (dis)educazione finanziaria che, senza dubbio, espone al rischio di affidamenti di consulenza e gestione, in assenza di adeguati meccanismi di tutela e controllo.

In sostanza, si ritiene che la riforma del t.u.f. relativa alla classificazione di *default* degli enti previdenziali privati quali "*investitori professionali*" (di diritto) potrebbe anche comportare qualche effetto collaterale, dal momento che il sistema di *opt-in* circa lo *status* in questione ha, sotto un altro punto di vista, finora anche responsabilizzato le Casse nel rispettivo percorso di avvicinamento informato al mercato e graduazione delle tutele²³. Percorso che, necessariamente, dovrà registrare un aumento dei presidi organiz-

21 V. COVIP, *Relazione per l'anno 2021*, [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.covip.it/sites/default/files/relazioneannuale/relazione_per_l'anno_2021_0.pdf](https://www.covip.it/sites/default/files/relazioneannuale/relazione_per_l'anno_2021_0.pdf), p. 210 ss. richiama la frammentazione documentale creatasi nel contesto regolamentare delle casse.

22 A questo potrebbe recare un iniziale rimedio il decreto con le linee guida per i regolamenti da adottare, ormai in dirittura d'arrivo.

23 In sostanza, si sostiene che il sistema di *opt-in* responsabilizzava le casse, che valutavano adeguatamente e consapevolmente se richiedere un minor grado di tutele.

zativi interni agli enti previdenziali in questione, che dovranno disporre di competenze e conoscenze in grado di consentire il mantenimento di adeguati avamposti di difesa. Inoltre, come evidenziato in dottrina²⁴, le casse con una struttura più semplificata, potranno sempre richiedere di essere trattate come clienti al dettaglio (ai sensi dell'art. 61, comma 5, Regolamento Consob Intermediari)²⁵; le criticità appaiono, dunque, contenute.

Da qui una duplice prospettiva di indagine che, in forza ma anche al di là dell'intervento di riforma, suggerisce agli enti in parola di avviare un processo di autovalutazione al fine di prestare attenzione all'esperienza maturata in ambito finanziario, nonché di valutare l'adeguatezza delle risorse interne dedicate alle attività di investimento. In esito a tale autovalutazione potrà seguire la richiesta di tornare al regime dei clienti al dettaglio (anche per il mantenimento delle pregresse tutele)²⁶ ovvero la scelta di confermare la nuova classificazione, se del caso individuando le opzioni organizzative atte a supportare le dinamiche operative conseguenti al loro *agere* come controparte qualificata e investitore professionale.

In prospettiva regolatoria, al fine di raggiungere gli obiettivi indicati, sarebbero certamente auspicabili interventi di più ampio respiro, volti a orientare le forme di risparmio previdenziale verso impieghi produttivi (per esempio concentrandosi sulla canalizzazione del risparmio verso PMI), nonché prevedendo un quadro normativo che, tra l'altro, seriamente favorisca la costituzione di veicoli di investimento comuni tra Casse previdenziali, così da superare il limite dimensionale che limita l'accesso delle Casse di minori dimensioni agli investimenti alternativi.

A fronte di quanto precede, l'afflusso del risparmio previdenziale verso il mercato finanziario – ad oggi effettivamente ristretto da distinti vincoli all'investimento, stabiliti dalle norme di riferimento – risulta quindi pronto all'avvio; ciò nel quadro più ampio dato dal – come suggerito – mutamento di un paradigma regolatorio volto a ridefinire il ruolo della previdenza complementare anche rispetto al mercato finanziario.

Il crescente legame tra previdenza complementare e finanza portato avanti a livello UE appare un punto di svolta per lo sviluppo del mercato dei capitali sempre in ottica di protezione del sistema previdenziale. Come si è detto, la soluzione di policy che potrebbe risultare cruciale è la rivisitazione di matrice europea dei doveri fiduciari all'insegna

²⁴ Cfr. LEMMA, *Gli enti previdenziali privati verso la classificazione come controparte qualificata. Novità del d.d.l. Capitali alla luce della Direttiva Quick Fix*, 3 luglio 2023, reperibile al seguente link <https://www.mefop.it/blog/blog-mefop/enti-previdenziali-privati-novita-capitali-direttiva-quick-fix>. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, P. 158 ss.

²⁵ L'art. 61, comma 5, Regolamento Intermediari, infatti, stabilisce che "La classificazione come controparte qualificata non pregiudica la facoltà del soggetto di chiedere, in via generale o per ogni singola operazione, di essere trattato come un cliente professionale ovvero, in via espressa, come un cliente al dettaglio. Gli intermediari di cui all'articolo 35, comma 1, lettera b), applicano l'articolo 71 del regolamento (UE) 2017/565".

²⁶ Cfr. PALOMBO, *op. loc. ult. cit.*

del passaggio dal criterio del *prudent person rule* a quello del *prudent person principle*, un principio basato sulla valutazione dell'adeguatezza del rischio rispetto a obiettivi di lungo termine, permettendo investimenti diversi solo se ben gestiti²⁷.

4. Il riparto di competenze della vigilanza

Solo una battuta sulla seconda misura, non meno importante, relativa alle modifiche del riparto delle competenze di vigilanza sugli intermediari. In merito a questo profilo, ancora più che nel caso delle Casse di previdenza, l'obiettivo dichiaratamente perseguito è quello dell'efficienza operativa delle autorità di settore. Obiettivo, questo, da realizzarsi grazie anche all'eliminazione di duplicazioni operative nell'azione delle autorità, come ad esempio, quelle riferibili ad analoghe valutazioni svolte da più autorità, in presenza di una pluralità di pareri obbligatori richiesti sequenzialmente ad autorità diverse.

La riforma, in linea con una più generale tendenza alla semplificazione²⁸ osservabile nel settore finanziario (recentemente oggetto di attenzione anche da parte delle autorità europee, così come da interventi di *policy* quali i citati rapporti Letta e Draghi) opera una razionalizzazione delle competenze della Banca d'Italia e Consob, allo scopo di prevenire i cd. "colli di bottiglia" nell'ambito dei procedimenti amministrativi, valutando in che misura tali oneri siano effettivamente necessari sulla base delle singole specificità considerate. Tra i diversi profili meritevoli di attenzione, in particolare, l'eliminazione del parere ex art. 28, comma 6, t.u.f. è ben giustificata dal fatto che in tal caso i profili di competenza della Banca d'Italia, quali i requisiti prudenziali e la stabilità patrimoniale, rimangono in capo all'autorità del Paese di origine.

Anche in merito a questo aspetto, è necessaria una puntualizzazione: se guardiamo alla linea interpretativa tenuta dalle istituzioni UE con riferimento al riparto di attività e competenze tra autorità preposte alla vigilanza in ambiti differenti da quello finanziario (si pensi a quello tra autorità a tutela della concorrenza e a protezione dei dati personali), sembra emergere anche a livello più generale una tendenza a "de-formalizzare" i modelli procedurali che prevedono un'interazione tra le diverse autorità, in favore di letture improntate a più generali obblighi di leale collaborazione tra le stesse, sovente anche al di fuori di moduli procedurali formalizzati.

Tenendo presente queste considerazioni, pare corretto affermare che la ricostruzione proposta dalla riforma del t.u.f. in merito al riparto di competenze possa ritenersi – unitamente alla modifica intervenuta sul regime qualificatorio delle Casse (pur con i caveat osservati) – una soluzione di buon senso, che può offrire una chiave di lettura

²⁷ Riganti, op. cit., p. 493 ss.

²⁸ Sul tema della semplificazione, v., ex multis, ANNUNZIATA, *EU Capital Markets Law and the Claim for "Simplification". Suggestions for a Possible Legal Methodology*, in *European Company and Financial Law Review*, 22, 5-6, p. 597 ss. Si veda altresì AA. Vv., *Less is more. Proposals to simplify and improve European rule-making in the financial services sector*, 10 febbraio 2025.

efficace (anche ai fini interpretativi e in prospettiva futura) per gli interventi di riforma nel loro complesso.

Naturalmente l'esigenza di efficienza, necessaria al buon andamento della pubblica amministrazione, non può far venir meno il ruolo fondamentale della cooperazione tra autorità, che rimane un presidio essenziale per l'efficacia dei controlli e, in ultima analisi, per la tutela degli investitori.

Concludendo, ritengo che sul piano giuridico la riforma del t.u.f. si muova, nel suo complesso, nella direzione giusta. Si tratta però, come è stato detto più volte, di un punto di partenza che necessita di ulteriori interventi e perfezionamenti. Tuttavia, va riconosciuto al MEF il merito di aver avviato, con impegno e anche con una certa dose di coraggio, un percorso verso un mercato finanziario più evoluto, che guarda non solo alle esigenze del presente, ma anche alle sfide future che dovranno affrontare gli attori del mercato finanziario.

L'educazione finanziaria quale finalità della vigilanza nel Testo unico della finanza. Profili sistematici e prospettive applicative

FILIPPO SARTORI

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università di Trento

SOMMARIO: 1. La riforma del mercato dei capitali e la crescente centralità della *financial education*. - 2. L'educazione finanziaria nel contesto europeo e nazionale. - 3. Brevi note di diritto comparato. - 4. L'educazione finanziaria quale finalità della vigilanza nel nuovo art. 5 TUF. - 5. Le ricadute sistemiche dell'educazione finanziaria quale obiettivo della vigilanza. - *Segue*. 5.1. Comunicazioni pubblicitarie e promozionali. - *Segue*. 5.2. Informativa precontrattuale. - *Segue*. 5.3. Adeguatezza e *product governance*. - *Segue*. 5.4. Assetti organizzativi degli intermediari. 6. Conclusioni di sintesi.

1. La riforma del mercato dei capitali e la crescente centralità della *financial education*

Il decreto legislativo attuativo della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 per la riforma organica delle disposizioni del Testo unico della finanza in materia di mercati dei capitali si colloca in una fase di profonda trasformazione del sistema finanziario europeo e nazionale⁰¹.

Al di là delle singole modifiche tecniche, l'intervento persegue un obiettivo di fondo:

⁰¹ Il processo di trasformazione del sistema finanziario si accompagna a una crescente esigenza di semplificazione normativa, resa particolarmente avvertita dalla complessità e dalla stratificazione delle fonti nazionali ed europee, nonché dal vasto apparato di *soft law* che con esse si interseca secondo rapporti non sempre lineari. Sui concetti di semplificazione e deregolamentazione, sulla necessità di distinguerli e sulle ragioni che rendono oggi prioritaria la prima, si veda, da ultimo, F. ANNUNZIATA, *Verso la "semplificazione" della disciplina UE sui mercati finanziari: il ruolo del diritto comparato*, in A. BROZZETTI, G. LUCHENA, A. URBANI (a cura di), *Diritto, economia e governo dei mercati regolamentati*, Bari, 2026, pp. 185 e ss.

ripensare l'architettura del mercato italiano dei capitali affinché esso risulti più competitivo, attrattivo e coerente con le dinamiche già consolidate nei principali ordinamenti occidentali. La riforma mira, in particolare, ad allineare il sistema italiano a modelli più evoluti, diffusi soprattutto nei Paesi del Nord Europa e negli Stati Uniti, ampliando gli strumenti a disposizione sia degli investitori sia delle imprese. Da un lato si intende accrescere le opportunità di investimento del risparmio, dall'altro favorire l'accesso delle imprese, e in particolare delle PMI, a fonti di finanziamento alternative al credito bancario.

In questa prospettiva, l'intervento legislativo non si configura come un mero aggiornamento della disciplina vigente, ma è diretto ad introdurre e sistematizzare nuove architetture finanziarie, superando l'impostazione centrata su intermediari bancari e su strumenti finanziari standardizzati rivolti prevalentemente al pubblico *retail*. L'esito è un assetto più articolato e vicino ai modelli internazionali del capitale di rischio, ma anche strutturalmente più complesso, caratterizzato da una pluralità di veicoli, regimi autorizzativi differenziati e modelli di *governance* che richiedono un livello di comprensione tecnica sensibilmente superiore rispetto al passato⁰².

Più nel dettaglio, tra le principali novità introdotte dalla riforma figura, ad esempio, la distinzione tra gestori autorizzati e GEFIA (Gestori di Fondi di Investimento Alternativi) sotto soglia registrati, in attuazione della direttiva 2011/61/UE. Per i gestori entro le soglie di 100 milioni di euro, ovvero 500 milioni in assenza di leva e con vincolo di rimborso quinquennale, è previsto un regime di registrazione in luogo dell'autorizzazione piena⁰³. La misura favorisce la diffusione di veicoli di *private equity* e *venture capital* riducendo costi e oneri organizzativi. Sul piano dell'investitore, tuttavia, la differenziazione dei regimi di vigilanza si traduce, per i gestori sotto soglia, in un assetto organizzativo e di controllo tendenzialmente meno strutturato rispetto a quello previsto per i gestori pienamente autorizzati. Ne deriva una riduzione dell'intensità dei presidi prudenziali e dei meccanismi di supervisione, con la conseguenza che la solidità dell'assetto organizzativo e la distribuzione delle responsabilità gestorie assumono un rilievo particolarmente significativo nella valutazione dell'investimento.

Di rilievo è poi l'introduzione della società di partenariato, OICR chiuso in forma di società in accomandita per azioni destinato al *private equity* e al *venture capital*, modellato sulla *limited partnership*⁰⁴. La separazione tra soci accomandanti e accomandatari e l'ampia autonomia statutaria rendono il veicolo coerente con le prassi internazionali;

02 F. ANNUNZIATA, *La riforma della gestione collettiva del risparmio e della disciplina degli intermediari. Principi ispiratori e linee di sviluppo del T.U.F.*, in *Le Società*, 7/2026, p. 756, che riconosce tra i profili critici dell'intera riforma proprio la complessità del quadro normativo che ne risulta, nonostante gli sforzi di semplificazione del legislatore.

03 M. VENTORUZZO, *La riforma del T.U.F. e del codice civile dopo il D.Lgs. n. 47/2026: istruzioni per un uso non ingenuo*, in *Le Società*, 7/2026, p. 769.

04 A. CAPIZZI, P. AGSTNER, P. GIUDICI, *Venture Capital e OICR: le società di partenariato*, in *Le Società*, 7/2026, p. 769.

al tempo stesso, tale struttura accentua la centralità del soggetto gestore e la flessibilità nella distribuzione degli incentivi economici¹⁰⁵. Ne deriva, sul piano dell'investitore, un assetto nel quale i poteri gestori risultano fortemente concentrati e i meccanismi di remunerazione, inclusi quelli di *carried interest*, incidono in modo significativo sulla ripartizione dei risultati dell'investimento.

La razionalizzazione di SICAF e SICAV, con la distinzione tra gestione interna ed esterna e la trasposizione di regole in fonte primaria, accresce la coerenza del sistema ma amplia le combinazioni tra forma societaria e modello gestionale. L'investitore è chiamato a comprendere chi sia il soggetto effettivamente responsabile della gestione e quale disciplina di controllo trovi applicazione.

L'ampliamento delle ipotesi di rimborso anticipato nei FIA chiusi introduce maggiore flessibilità, subordinata a previsioni statutarie e alla coerenza con la strategia di lungo periodo; ciò rende meno immediata la valutazione della liquidabilità dell'investimento e delle possibili asimmetrie tra partecipanti.

Infine, la deroga alla piena segregazione patrimoniale nei veicoli multicomparto, in caso di obbligazioni da fatto illecito, attenua l'impermeabilità tra comparti. Ne deriva che l'autonomia patrimoniale del comparto sottoscritto non costituisce più una garanzia assoluta, ma una regola suscettibile di eccezioni, con conseguenti riflessi sulla percezione e sull'allocazione del rischio.

Nel complesso, la riforma disegna un mercato più articolato, meno bancocentrico e maggiormente orientato al capitale di rischio, con una pluralità di veicoli e regimi che si affiancano ai canali tradizionali. L'accesso al capitale per le imprese, in particolare per le PMI, ne risulta potenzialmente ampliato, grazie a strumenti più flessibili e a un ecosistema più vicino alle *best practices* europee.

Al tempo stesso, però, l'aumento della varietà strutturale, la diffusione di modelli tipici dell'industria del *private equity*, la differenziazione tra regimi autorizzativi e registrati e l'ampliamento dell'autonomia statutaria determinano un innalzamento della complessità tecnica del sistema. Le nuove architetture presuppongono investitori capaci di comprendere strutture societarie articolate, meccanismi di incentivazione sofisticati, clausole di rimborso condizionato, limiti di leva finanziaria e regole di governance non immediatamente intelligibili. In questa prospettiva, la crescente complessità degli strumenti e delle forme di investimento accentua il divario rispetto alle competenze necessarie agli investitori per comprenderne struttura, profili di rischio, condizioni di liquidità e assetti di governance.

È su questo terreno, dunque, che la riforma manifesta il suo tratto ambivalente: da un lato apertura e modernizzazione del mercato, dall'altro il rischio che l'ampliamento e

¹⁰⁵ M. IRRERA, *La società di partenariato nella riforma del t.u.f. ovvero della nuova metamorfosi della società in accomandita per azioni*, in *Riv. dir. Soc.*, 2/2026 reperibile in www.rivistadirittosocietario.com

la sofisticazione dell'offerta accrescano il divario informativo e cognitivo tra operatori professionali e platea degli investitori.

Del resto, una maggiore articolazione delle forme di investimento implica anche un più elevato grado di rischio e una più accentuata asimmetria informativa, soprattutto nei confronti del pubblico *retail*. Con il rischio di accentuare la distanza tra il grande pubblico e gli strumenti di finanziamento diversi da quelli tradizionali, non già per una loro minore rilevanza economica, ma per il crescente livello di complessità tecnica, organizzativa e contrattuale che li connota⁰⁶.

In un ordinamento come quello italiano, nel quale le rilevazioni disponibili continuano a evidenziare livelli di alfabetizzazione finanziaria non elevati e significativi divari rispetto ad altri Paesi comparabili, tale evoluzione non può essere considerata neutrale. Essa sollecita una riflessione sulla capacità dell'assetto di vigilanza di accompagnare l'innovazione con strumenti idonei a garantire effettiva comprensibilità dei prodotti e consapevolezza dei rischi, posto che il solo rafforzamento dei presidi regolamentari, ove non sia accompagnato da un adeguato innalzamento delle competenze finanziarie degli investitori, non appare, di per sé, sufficiente ad assicurare uno sviluppo ordinato e inclusivo del mercato. Ciò che rileva, allora, è il modo in cui l'educazione finanziaria si innesta sui presidi regolamentari esistenti, concorrendo a rafforzarne l'effettività sul piano della comprensione e dell'utilizzo consapevole dell'informazione da parte dell'investitore.

In tale prospettiva si colloca espressamente la riforma che, nel ridefinire le finalità della vigilanza, include tra esse la promozione dell'educazione finanziaria. L'intervento legislativo segna un passaggio significativo, poiché attribuisce a tale profilo una dimensione istituzionale e non semplicemente programmatica. L'educazione finanziaria viene così a configurarsi non soltanto come obiettivo di carattere culturale e pedagogico, ma come presupposto funzionale alla tutela dell'investitore, alla stabilità e al buon funzionamento del mercato⁰⁷.

In un contesto caratterizzato da una crescente complessità strutturale degli strumenti e dei veicoli di investimento, la diffusione di competenze finanziarie adeguate può contribuire a rendere concretamente fruibili le opportunità offerte dalla riforma. In mancanza, l'innovazione normativa rischierebbe di amplificare l'opacità del sistema e di restringere l'area dei soggetti in grado di operare in modo consapevole. La moderniz-

⁰⁶ La stretta relazione tra crescente complessità dei mercati finanziari, loro competitività e necessità di rafforzare l'educazione finanziaria costituisce anche il presupposto dell'intervento normativo di cui all'art. 25 della legge 5 marzo 2024, n. 21. In tal senso A. DI DONATO, A. FENOGLIO, *La Legge Capitali e la riforma dei mercati (II parte) – Le misure in materia di educazione finanziaria della Legge Capitali (art. 25)*, in *Giur. It.*, 12/2024, p. 2770.

⁰⁷ In dottrina è stato evidenziato come la promozione dell'educazione finanziaria costituisca uno dei principi ispiratori della riforma: F. ANNUNZIATA, *La riforma della gestione collettiva del risparmio e della disciplina degli intermediari*, cit., p. 756.

zazione dell'architettura finanziaria e il rafforzamento delle competenze finanziarie dei risparmiatori si configurano, pertanto, come direttrici complementari di una medesima strategia di politica legislativa.

2. L'educazione finanziaria nel contesto europeo e nazionale

Proprio tale complementarità consente di cogliere il significato assunto dall'educazione finanziaria nell'ambito della riforma del mercato dei capitali. La sua valorizzazione, peraltro, non costituisce un elemento del tutto nuovo né all'esperienza europea né a quella italiana.

A livello sovranazionale, l'attenzione per la *financial education* si consolida a partire dai primi anni Duemila, quando l'evoluzione dei mercati e la progressiva disintermediazione hanno trasferito sugli individui responsabilità decisionali in precedenza assunte dall'operatore pubblico o dall'intermediario. L'OCSE, già dal 2005, ha svolto un ruolo propulsivo nell'elaborazione di principi e buone pratiche in materia di alfabetizzazione finanziaria, successivamente sviluppati anche nei settori assicurativo e previdenziale⁰⁸. Dopo la crisi del 2007-2008, il tema ha assunto una valenza ancora più marcata, anche in connessione con la stabilità dei mercati e la protezione degli investitori *retail*.

In ambito IOSCO, la costituzione nel 2013 del *Committee on Retail Investors* ha segnato un ulteriore passo in questa direzione, riconoscendo che il livello di competenze finanziarie incide non soltanto sulla tutela individuale, ma anche sulla qualità complessiva del mercato. Gli studi successivi hanno evidenziato come una maggiore alfabetizzazione possa favorire decisioni di investimento più consapevoli, una migliore pianificazione finanziaria, una riduzione dei fenomeni di *mis-selling* e un contenimento del contenzioso⁰⁹.

Nel contesto europeo, il regolamento istitutivo dell'ESMA ricomprende la *financial literacy* tra i compiti funzionali alla protezione degli investitori, attribuendo all'Autorità un ruolo di riesame e coordinamento delle iniziative nazionali. Anche in questo caso, tuttavia, l'educazione finanziaria emerge essenzialmente quale oggetto di specifiche

⁰⁸ Cfr., anzitutto, OECD, *Recommendation of the Council on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, C(2005)55/REV1, che costituisce uno dei primi atti organici dell'Organizzazione in materia e pone le basi per il successivo sviluppo di specifiche iniziative nei settori finanziario, assicurativo e previdenziale. A tale *Recommendation* hanno fatto seguito, tra gli altri, OECD, *Recommendation of the Council on Good Practices for Enhanced Risk Awareness and Education on Insurance Issues*, C(2008)22, e OECD, *Recommendation of the Council on Good Practices for Financial Education relating to Private Pensions*, C(2008)23. Nel successivo sviluppo dell'attività dell'OCSE v., tra gli altri, OECD, *Evaluating Financial Education Programmes: Survey, Evidence, Policy Instruments and Guidance*, 2013; OECD/INFE, *Core Competencies Framework on Financial Literacy for Youth*, 2015; OECD/INFE, *Core Competencies Framework on Financial Literacy for MSMEs*, 2018; IOSCO-OECD, *Core Competencies Framework on Financial Education for Investors*, 2019. Il quadro è stato quindi organicamente ridefinito dalla OECD, *Recommendation of the Council on Financial Literacy*, OECD/LEGAL/0461, adottata il 29 ottobre 2020.

⁰⁹ The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy*, Final Report, 2014.

funzioni di promozione e coordinamento, senza essere configurata come autonoma finalità generale dell'esercizio dei poteri di vigilanza¹⁰.

Sul versante nazionale, l'Italia non è rimasta inerte. Le indagini della Banca d'Italia evidenziano, tra il 2017 e il 2020, un miglioramento delle conoscenze finanziarie della popolazione, pur confermando la persistenza di livelli complessivamente contenuti di alfabetizzazione e di rilevanti divari connessi, tra l'altro, al grado di istruzione, al genere, all'età e alla localizzazione geografica¹¹. Consob, a partire dal 2013, ha progressivamente sviluppato iniziative di monitoraggio, informazione ed educazione finanziaria, tra cui l'Osservatorio sull'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane e il progetto "Carta degli investitori"¹². Successivamente, l'istituzione del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, prevista dall'art. 24-bis del d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, convertito, con modificazioni, dalla l. 17 febbraio 2017, n. 15, ha segnato il tentativo di ricondurre a una strategia nazionale un quadro sino ad allora caratterizzato dalla frammentazione delle iniziative, attraverso il coordinamento dei soggetti pubblici e privati operanti nel settore. A tale disegno ha

10 Cfr. art. 9, par. 1, lett. b), Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, istitutivo dell'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), che, nell'ambito dei compiti relativi alla protezione dei consumatori e alle attività finanziarie, attribuisce all'Autorità il compito di riesaminare e coordinare le iniziative delle autorità competenti in materia di *financial literacy* e *financial education*. Sul ruolo dell'ESMA in tale ambito v. altresì S. MAIJOR, *Financial education and investor protection in Europe: the role of ESMA*, intervento alla *IOSCO World Investor Week, FSMA Conference*, 3 ottobre 2017, ESMA35-42-597, il quale sottolinea come il regolamento istitutivo assegni all'ESMA essenzialmente una funzione di revisione e coordinamento delle iniziative nazionali di educazione finanziaria.

11 G. D'ALESSIO, R. DE BONIS, A. NERI, C. RAMPAZZI, *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 588, dicembre 2020. L'indagine, condotta nell'ambito dell'esercizio internazionale coordinato dall'OCSE, registra rispetto al 2017 un miglioramento delle conoscenze finanziarie, a fronte di una sostanziale stabilità dei comportamenti e delle attitudini, confermando tuttavia il ritardo dell'Italia nel confronto internazionale e significative differenze riconducibili al livello di istruzione, al genere, all'età e alla localizzazione geografica. In termini più recenti, v. altresì *Edufin Index 2024*, III ed., dal quale emerge che solo il 40% della popolazione raggiunge la soglia di sufficienza nell'alfabetizzazione finanziaria e assicurativa e che permangono sensibili divari per genere, età e area geografica.

12 Cfr. CONSOB, Relazione per l'anno 2013, spec. p. 42, ove si dà conto del progetto "Carta degli investitori", elaborato con le principali Associazioni dei consumatori con finalità informative, formative e di rafforzamento della tutela dei risparmiatori; v. altresì CONSOB, Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-2014, 2017, p. 53, ove si precisa che il progetto è stato varato nel gennaio 2014. Quanto all'attività di monitoraggio, v. CONSOB, Relazione per l'anno 2013, presentazione del 12 maggio 2014, che utilizza i dati dell'Osservatorio su "L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane". In dottrina, F. D'AMBROSI, *Consob e sistema di vigilanza*, Napoli, 2017, p. 122.

fatto seguito anche la realizzazione di un portale pubblico dedicato¹³.

Si tratta, tuttavia, di interventi che, pur significativi, si sono sviluppati in modo tendenzialmente parallelo rispetto alla funzione di vigilanza, senza incidere direttamente sulla sua definizione normativa¹⁴.

La riforma del TUF introduce, sotto questo profilo, un elemento di discontinuità: l'educazione finanziaria non è più soltanto oggetto di politiche pubbliche o di iniziative istituzionali, ma viene espressamente ricondotta al novero delle finalità della vigilanza, con una valenza che assume carattere ordinamentale.

3. Brevi note di diritto comparato

Chiarita la portata della scelta normativa di ricondurre la promozione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza, occorre a questo punto verificare come tale funzione sia stata configurata negli ordinamenti ai quali la riforma si ispira. Un tale confronto appare tanto più significativo se si considera che uno degli obiettivi dell'intervento è avvicinare il mercato italiano a sistemi più maturi e competitivi, consentendo così di verificare se anche in tali contesti l'educazione finanziaria sia parimenti elevata a funzione strutturale dell'autorità di vigilanza.

L'analisi comparata restituisce un quadro articolato e per certi versi assai distante da quello della riforma.

In Belgio, ad esempio, la legge istitutiva della FSMA del 2 agosto 2002 (*Financial Services and Markets Authority*) attribuisce all'autorità il compito di contribuire all'educazione finanziaria degli investitori: *"In accordance with this Law and the particular laws that apply, the FSMA is tasked with: [...] contributing to the financial education of users*

13 Cfr. art. 24-bis, in particolare commi 3 e 6, d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, conv., con modif., dalla l. 17 febbraio 2017, n. 15, recante «Disposizioni generali concernenti l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale». In attuazione della disposizione, il Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria è stato istituito con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca e con il Ministro dello sviluppo economico, 3 agosto 2017. Nell'aprile 2018 è stata inoltre resa disponibile la prima versione del portale pubblico nazionale di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale «Quello che conta», successivamente confluito nell'attuale Portale dell'Educazione Finanziaria, consultabile all'indirizzo <https://www.comitatoeducazioneфинanziaria.gov.it/>

14 In questa prospettiva, l'educazione finanziaria è stata tradizionalmente configurata quale strumento complementare rispetto ai presidi propri della regolazione e della vigilanza. Cfr. A. GENOVESE, *Intervento alla Conferenza di apertura del Mese dell'Educazione Finanziaria*, Banca d'Italia, Roma, 1° ottobre 2018, spec. p. 2, ove si evidenzia come l'innalzamento dei livelli di educazione finanziaria sia funzionale ad «affiancare il sistema delle tradizionali tutele del risparmio», nel cui ambito sono distintamente richiamate la regolamentazione dell'offerta, la vigilanza amministrativa e i meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie. In dottrina, nello stesso senso, V. MIRRA, *L'educazione finanziaria: un mezzo complementare alla legislazione bancaria e finanziaria per uscire dalla crisi. L'Italia finalmente ha una sua Strategia nazionale*, in *Dirittobancario.it*, 31 luglio 2018.

of financial products or services”¹⁵. L’obiettivo è dunque espressamente previsto, ma si configura come funzione affidata all’autorità, non come elemento funzionale dell’esercizio dei poteri di vigilanza.

Nei Paesi Bassi, la *Wet op het financieel toezicht* (Wft) non menziona espressamente la *financial literacy* tra le finalità della vigilanza esercitata dalla *Autoriteit Financiële Markten* (AFM), riconoscendo tuttavia che tra i compiti assegnati alla AFM vi è anche la promozione della “*awareness of the obligations of financial institutions*”¹⁶.

Nel Regno Unito, la promozione della *financial literacy* non rientra in modo espreso e sistematico tra i *mandates* delle autorità di vigilanza, pur essendo oggetto di iniziative dedicate e di interventi specifici. L’approccio è settoriale e istituzionalmente distribuito, più che ricondotto in modo organico alla funzione di vigilanza.

Negli Stati Uniti, il *Consumer Financial Protection Act* del 2010 attribuisce al *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB) compiti espliciti in materia di *financial education*, prevedendo l’istituzione di un *Office of Financial Education*, incaricato di sviluppare e attuare iniziative dirette a migliorare la capacità dei consumatori di assumere decisioni finanziarie consapevoli, nonché una specifica strategia per accrescerne la *financial literacy*. A tale assetto si affianca la *Financial Literacy and Education Commission*, cui sono affidate funzioni di elaborazione della strategia nazionale e di coordinamento delle iniziative federali in materia¹⁷. Anche qui, tuttavia, la promozione della *financial literacy*, pur normativamente prevista, si affianca all’attività di regolazione e vigilanza, senza essere qualificata come finalità intrinseca della vigilanza stessa.

Il dato comparativo brevemente richiamato favorisce alcune considerazioni di sintesi. In primo luogo, in tutti gli ordinamenti esaminati l’educazione finanziaria assume rilievo,

¹⁵ Art. 45, *Law of August 2002 on the supervision of the financial sector and on financial services*.

¹⁶ U. REIFNER, S. CLERC-RENAUD, *Financial Supervision in the EU. A Consumer perspective*. ANNEX: *National country reports*, submitted to BEUC, the European Consumers’ Organisation, 2011, p. 121.

¹⁷ Cfr., quanto al *Consumer Financial Protection Bureau*, § 1013(d) del *Consumer Financial Protection Act of 2010*, Titolo X del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. 111-203, codificato in 12 U.S.C. § 5493(d), che prevede l’istituzione di un *Office of Financial Education*, responsabile dello sviluppo e dell’attuazione di iniziative volte a «*educate and empower consumers to make better informed financial decisions*», nonché dell’elaborazione e attuazione, in consultazione con la *Financial Literacy and Education Commission*, di una strategia per il miglioramento della *financial literacy* dei consumatori, articolata in obiettivi misurabili. La *Financial Literacy and Education Commission* era stata precedentemente istituita dal Titolo V del *Fair and Accurate Credit Transactions Act of 2003* (*Financial Literacy and Education Improvement Act*), con il compito di migliorare la *financial literacy* e la *financial education* attraverso l’elaborazione di una strategia nazionale e il coordinamento delle iniziative federali in materia: 20 U.S.C. §§ 9702 e 9703. La Commissione è inoltre tenuta a riesaminare almeno annualmente la strategia nazionale e a presentare al Congresso un rapporto annuale, denominato *Strategy for Assuring Financial Empowerment* (SAFE Strategy), relativo all’attuazione della strategia e alle attività svolte. I rapporti e la documentazione della Commissione sono consultabili sul sito del U.S. Department of the Treasury: <https://home.treasury.gov/policy-issues/consumer-policy/financial-literacy-and-education-commission>.

sebbene secondo paradigmi regolatori differenti. In secondo luogo, in nessuno di essi l'educazione finanziaria viene esplicitamente elevata a finalità del sistema di vigilanza in senso proprio, come avviene, invece, nella novella italiana.

La peculiarità della scelta del legislatore nazionale risiede, pertanto, non tanto in una generica maggiore perentorietà o in una più marcata integrazione tra funzione di vigilanza e funzione formativa, quanto nella specifica collocazione sistematica dell'educazione finanziaria quale modalità attraverso cui perseguire la tutela degli investitori.

Il dato va letto, peraltro, alla luce delle differenze che caratterizzano la struttura dei mercati e le modalità di partecipazione degli investitori. In Italia, in particolare, la progressiva apertura della platea retail verso strumenti di mercato e forme di investimento più articolate si innesta in un sistema finanziario tradizionalmente incentrato sull'intermediazione bancaria e in una cultura del risparmio nella quale gli strumenti bancari hanno storicamente assunto un ruolo centrale. Ne deriva una particolare rilevanza del problema delle competenze necessarie per comprendere caratteristiche, rischi e orizzonti temporali di prodotti finanziari progressivamente più complessi¹⁸.

La scelta italiana, tuttavia, non può essere letta soltanto in chiave di adeguamento al contesto nazionale. Essa si inserisce in una più ampia evoluzione dei sistemi finanziari occidentali, segnata dalla progressiva revisione dell'assunto della piena razionalità dell'investitore. Il paradigma regolatorio tradizionale, largamente fondato sulla *disclosure* e sull'idea che la disponibilità di informazioni adeguate consentisse all'investitore

18 Sul livello di alfabetizzazione finanziaria v. *European Commission, Flash Eurobarometer 525, Monitoring the level of financial literacy in the EU*, luglio 2023, dal quale emerge, per l'Italia, una distribuzione dei livelli di *financial literacy* sostanzialmente in linea con la media dell'Unione, pur permanendo significativi margini di miglioramento; quanto all'autovalutazione delle competenze, soltanto il 18% degli intervistati italiani considera le proprie conoscenze finanziarie elevate o molto elevate, mentre il 28% le giudica basse o molto basse. Sulla struttura del sistema finanziario italiano, v. *European Commission, 2023 Country Report – Italy, Annex 18*, ove esso viene qualificato come «*predominantly bank-based*», con le banche indicate quali principali fornitori di servizi finanziari a famiglie e imprese. In termini più recenti, v. altresì F. APICELLA, A. COLABELLA, A. NUNNARI, F. PIPITONE, *Households' portfolio composition 2010–2023: evidence from the Financial Accounts and from the Survey of Household Income and Wealth*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 910, marzo 2025, che evidenzia, nell'evoluzione dei portafogli delle famiglie italiane, la persistente rilevanza dei depositi, accanto alla crescente incidenza delle forme di risparmio gestito.

di assumere decisioni consapevoli e razionali, ha mostrato nel tempo i propri limiti¹⁹. L'esperienza statunitense è, sotto questo profilo, significativa. Al paradigma informativo sotteso al *Securities Act* del 1933 e al *Securities Exchange Act* del 1934 si è progressivamente affiancato, anche all'esito della crisi finanziaria, un approccio maggiormente attento all'effettiva capacità dell'investitore retail di comprendere e utilizzare le informazioni disponibili. In tale prospettiva si colloca anche il *Dodd-Frank Act* del 2010, che ha affidato alla *Securities and Exchange Commission* il compito di valutare il livello di *financial literacy* degli investitori retail e di individuare strumenti idonei a migliorarne la capacità di assumere decisioni finanziarie consapevoli²⁰.

Le evidenze dell'economia comportamentale hanno progressivamente mostrato come la mera disponibilità dell'informazione non sia, di per sé, sufficiente ad assicurare deci-

19 Sul progressivo superamento del tradizionale paradigma informativo nella disciplina di protezione dell'investitore, alla luce delle acquisizioni della *behavioural finance*, v. G. SPINDLER, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, in *Journal of Consumer Policy*, 2011, vol. 34, pp. 315 ss., il quale evidenzia come il modello tradizionale di *investor protection* sia largamente fondato sull'assunto della razionalità del soggetto adeguatamente informato e come tale assunto sia stato posto in discussione dall'emersione dei limiti cognitivi e comportamentali degli investitori; V. COLAERT, *Building Blocks of Investor Protection: All-Embracing Regulation Tightens Its Grip*, in *European Consumer and Market Law Journal*, 2017, vol. 6, pp. 229 ss., spec. sul ridimensionamento dell'"information paradigm" e sulla sua progressiva integrazione con regole di condotta e strumenti di *product regulation*. V. altresì E. AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis, Behavioural Finance and Financial Regulation: In Search of a New Orthodoxy*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2009, vol. 9, pp. 23 ss. In dottrina italiana, particolarmente efficace è l'esempio proposto da A.A. DOLMETTA, *La valutazione del merito del credito nell'accesso al servizio. La prospettiva del contratto d'impresa*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2023, I, pp. 307 ss., nt. 13: la mera consegna al cliente del piano di ammortamento, con indicazione della quota capitale e della quota interessi di ciascuna rata, non esaurisce l'esigenza di tutela, ove al cliente sia così richiesto di ricavare autonomamente implicazioni economiche che presuppongono conoscenze tecniche non comuni; occorre, piuttosto, che siano portate alla sua attenzione le conseguenze concretamente rilevanti delle diverse dinamiche del rapporto, come nel caso dell'incidenza temporale dell'esercizio del diritto di estinzione anticipata.

20 Sul piano teorico, l'evoluzione della disciplina si iscrive nel progressivo ridimensionamento delle ricostruzioni fondate sull'efficienza informativa dei mercati e sulla capacità dell'investitore razionale di elaborare correttamente l'informazione disponibile, a favore di approcci maggiormente attenti alle deviazioni dalla razionalità, ai fenomeni di *noise trading* e, più in generale, ai limiti nell'effettiva utilizzazione dell'informazione da parte degli investitori. Sul punto v. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, pp. 4 ss. Sul piano normativo, cfr. § 917 del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010), che ha imposto alla *Securities and Exchange Commission* di esaminare il livello di *financial literacy* degli investitori retail, i metodi per migliorare contenuto, formato e tempestività delle informazioni loro destinate, le informazioni maggiormente utili e comprensibili ai fini delle decisioni di investimento e le iniziative più efficaci di *investor education*. In attuazione della disposizione, v. *U.S. Securities and Exchange Commission, Study Regarding Financial Literacy Among Investors*, agosto 2012.

sioni finanziarie consapevoli ed efficienti²¹. I *bias* cognitivi, le euristiche e le distorsioni sistematiche incidono, infatti, sulla capacità dell'investitore di utilizzare correttamente le informazioni disponibili, generando non solo vulnerabilità individuali, ma anche possibili inefficienze allocative e distorsioni di mercato. Ciò non significa, tuttavia, che tali limiti possano essere ricondotti a una mera carenza di conoscenze, né che essi siano necessariamente superati attraverso un più elevato livello di alfabetizzazione finanziaria. I *bias* cognitivi possono, infatti, persistere anche in presenza di investitori dotati di competenze adeguate. Proprio per questa ragione, la promozione dell'educazione finanziaria deve essere letta come una componente di una strategia di tutela composita, nella quale essa integra, senza sostituirli, gli strumenti regolatori destinati a governare la complessità dei prodotti e le condotte degli intermediari.

In questa prospettiva, l'educazione finanziaria assume una funzione che trascende la dimensione pedagogica, divenendo fattore di stabilità e di buon funzionamento del sistema.

L'innalzamento dell'educazione finanziaria a finalità della vigilanza non appare, dunque, una scelta eccentrica, ma l'espressione di un paradigma regolatorio che prende atto dei limiti della razionalità individuale e mira a ridurre non soltanto le asimmetrie informative, ma anche quelle cognitive.

La riforma non si limita, da questo angolo visuale, ad allineare l'ordinamento italiano ai modelli più evoluti sul piano degli strumenti, ma tenta di prevenire il rischio che l'innovazione normativa ampli ulteriormente il divario tra potenzialità del mercato e capacità dei risparmiatori di operarvi consapevolmente.

4. L'educazione finanziaria quale finalità della vigilanza nel nuovo art. 5 TUF

Se questo è il contesto nel quale deve essere collocata la novella, occorre ora precisare attraverso quale meccanismo normativo l'educazione finanziaria venga integrata nel sistema di tutela dell'investitore. Il punto assume particolare rilievo perché la riforma non introduce una disciplina organica dell'educazione finanziaria, ma interviene sul piano

21 Sul piano istituzionale, tali acquisizioni trovano un significativo riscontro in *U.S. Securities and Exchange Commission, Staff, Study Regarding Financial Literacy Among Investors*, agosto 2012, redatto ai sensi della § 917 del *Dodd Frank Act*. Lo studio, sulla base di indagini qualitative e quantitative condotte presso gli investitori retail, evidenzia come l'efficacia dell'informazione dipenda non soltanto dalla sua disponibilità, ma anche dal momento, dal contenuto e dalle modalità con cui essa viene comunicata. In particolare, gli investitori mostrano una preferenza per documenti sintetici contenenti le informazioni essenziali, per forme di *layered disclosure* e per comunicazioni redatte in un linguaggio chiaro, conciso e comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tabelle, grafici e altri strumenti di rappresentazione semplificata. Cfr. spec. pp. iv ss. e 10 ss. Più recentemente, SEC *Investor Advisory Committee, Recommendation regarding Financial Literacy and Investor Education*, 6 giugno 2024, ha ulteriormente valorizzato l'esigenza che l'educazione dell'investitore intervenga nel momento stesso in cui questi assume le proprie decisioni, proponendo, tra l'altro, l'accesso in tempo reale a materiali educativi indipendenti, nonché l'impiego di *guard rails*, *speed bumps* e strumenti standardizzati di rappresentazione delle caratteristiche essenziali dei prodotti di investimento.

dei principi generali che governano l'esercizio della vigilanza e, segnatamente, sull'art. 5 TUF. È, dunque, dalla funzione che tale disposizione svolge nell'architettura della vigilanza sui mercati finanziari che deve muovere l'analisi della portata sistematica della novella. La norma, come noto, non attribuisce specifici poteri alle autorità di vigilanza, ma individua gli obiettivi che esse sono chiamate a perseguire nell'esercizio delle competenze loro attribuite dall'ordinamento.

L'articolo 5 svolge, dunque, una funzione di indirizzo generale: esso definisce il quadro funzionale entro il quale devono essere esercitati i poteri previsti dalle altre disposizioni del TUF e dalla normativa europea. Tali poteri si articolano, come noto, in una pluralità di strumenti che comprendono, tra l'altro, il potere regolamentare, il potere informativo, il potere ispettivo e il potere sanzionatorio²². Si tratta degli strumenti attraverso i quali le autorità di vigilanza assicurano la corretta applicazione della disciplina dei mercati, degli intermediari e degli emittenti²³.

In questo contesto si inserisce la modifica apportata al comma 1 dell'art. 5, il quale ora stabilisce che la vigilanza sulle attività disciplinate dalla Parte II del TUF ha, fra l'altro, tra i propri obiettivi "la tutela degli investitori, *anche attraverso la promozione dell'educazione finanziaria*".

La novità consiste nell'inserimento espresso della promozione dell'educazione finanziaria all'interno dell'obiettivo di tutela degli investitori. Essa non viene, dunque, configurata come finalità autonoma e parallela, ma come una delle modalità attraverso le quali la vigilanza è chiamata a perseguire la protezione dell'investitore. Da quest'angolo visuale appare evidente come la disposizione in esame sia diretta ad introdurre non già un autonomo potere di vigilanza in materia di educazione finanziaria, quanto piuttosto ad attribuire a tale profilo una funzione orientativa dell'attività di vigilanza medesima.

22 Per un inquadramento sistematico dei poteri di vigilanza e di intervento della CONSOB v., in particolare, M. VENTORUZZO, S. ALVARO, *I poteri di vigilanza e di intervento della Consob*, in M. Cera, G. Presti (diretto da), *Il Testo Unico Finanziario*, II, *Mercati ed emittenti*, Bologna, 2020, pp. 2080 ss.; S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2008, I, pp. 137 ss.; M. FRATINI, *La vigilanza della Consob e della Banca d'Italia*, in L. Zitiello (a cura di), *La MiFID in Italia. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2009. Per una ricostruzione storico-istituzionale del ruolo e dei poteri della Commissione, v. S. CASSESE, *La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Consob e i poteri indipendenti*, in *Riv. soc.*, 1994, pp. 412 ss.

23 L'evoluzione della disciplina mostra, peraltro, come la funzione di vigilanza non sia rimasta circoscritta al controllo sull'osservanza delle regole, ma sia stata progressivamente orientata anche al perseguimento di finalità più ampie, connesse al funzionamento del mercato, alla tutela degli investitori e alla salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario. Significativa, in questa prospettiva, è l'evoluzione dello stesso art. 5 TUF: l'obiettivo della «salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario» è stato espressamente introdotto soltanto dall'art. 2 del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, di attuazione della direttiva 2004/39/CE. Sul progressivo ampliamento della funzione della vigilanza, sia consentito il rinvio a F. SARTORI, *Verso una nuova governance*, in *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, *Atti di convegno Roma, 10-11 aprile 2025*, A. S. GINEVRI (a cura di), Milano, 2026, pp. 8-9.

In altri termini, l'educazione finanziaria viene assunta come una delle componenti attraverso le quali deve essere perseguita la tutela degli investitori. Di tal che, la *financial education* non è più soltanto oggetto di politiche pubbliche, ma diviene un obiettivo che orienta l'esercizio dei poteri regolamentari, informativi, ispettivi e sanzionatori delle Autorità.

Da tale impostazione sistematica possono derivare rilevanti conseguenze sul piano applicativo, con particolare riguardo alle modalità attraverso le quali le Autorità esercitano i poteri di vigilanza loro attribuiti.

In primo luogo, sul piano regolamentare, tale obiettivo può concorrere a orientare la disciplina dei rapporti tra intermediari e investitori non soltanto verso la completezza delle informazioni, ma anche verso la loro effettiva intelligibilità e fruibilità da parte del pubblico²⁴. La promozione dell'educazione finanziaria può così riflettersi nella previsione di modelli comunicativi, strumenti informativi e iniziative di accompagnamento dell'investitore che favoriscano una reale comprensione del funzionamento dei prodotti e dei rischi connessi.

In secondo luogo, nell'ambito della vigilanza informativa, il riferimento all'educazione finanziaria può indurre le autorità a considerare non solo la correttezza formale dei flussi informativi e il rispetto degli obblighi di trasparenza, ma anche l'idoneità complessiva delle modalità di interazione con la clientela a consentire agli investitori di acquisire un livello adeguato di conoscenze e di consapevolezza finanziaria. In tal senso, assume peculiare rilievo la concreta fruibilità delle informazioni, intesa come effettiva possibilità per l'investitore di comprenderne il contenuto e di utilizzarle consapevolmente nel processo decisionale.

Infine, anche l'attività ispettiva e sanzionatoria può essere indirettamente influenzata da tale obiettivo, nella misura in cui la valutazione delle condotte degli intermediari tenga conto non soltanto dell'adempimento formale degli obblighi informativi, ma anche del contributo che l'operatività dell'intermediario offre alla formazione di decisioni di investimento effettivamente consapevoli da parte della clientela. La dimensione sanzionatoria della vigilanza assume, infatti, un rilievo particolare, poiché rappresenta il momento nel quale l'ordinamento valuta *ex post* la conformità delle condotte degli intermediari rispetto agli obiettivi perseguiti dalla disciplina di settore. In questa prospettiva, una maggiore attenzione alla *financial literacy* nella contrattazione finanziaria potrebbe incidere sull'equilibrio tra tutela dell'investitore e principio di autoresponsabilità. Da un lato, essa può determinare un rafforzamento degli oneri gravanti sull'intermediario, chiamato a favorire una comprensione effettiva delle caratteristiche e

24 Sulla centralità della regolazione secondaria ai fini dell'effettiva attuazione della riforma v. M. VENTORUZZO, *La riforma del T.U.F. e del codice civile dopo il d.lgs. n. 47/2026: istruzioni per un uso non ingenuo*, in *Le Società*, 2026, n. 7, p. 769, il quale osserva che «se Consob e Banca d'Italia adotteranno regole coerenti con lo spirito della delega, molte innovazioni potranno funzionare; se aggiungeranno complessità non necessaria, la riforma perderà energia».

dei rischi dei prodotti offerti; dall'altro lato, può contribuire a valorizzare la posizione dell'investitore che sia stato ragionevolmente istruito o che disponga di un adeguato livello di competenza finanziaria.

La novella dell'art. 5 conferma così una tendenza evolutiva della vigilanza finanziaria: accanto alla tradizionale attenzione per la correttezza formale dell'informazione, assume rilievo crescente la dimensione sostanziale della comprensibilità dei prodotti e dei rischi²⁵. L'educazione finanziaria viene quindi a collocarsi nel punto di intersezione tra tutela dell'investitore e buon funzionamento del mercato, come strumento volto a ridurre non soltanto le asimmetrie informative, ma anche quelle cognitive che possono compromettere l'efficienza del sistema finanziario.

Nel contesto delineato è ragionevole attendersi, da un lato, un progressivo innalzamento del livello di competenze finanziarie degli investitori, intese come strumento di maggiore consapevolezza nelle scelte di investimento e di mitigazione del rischio di comportamenti inadeguati nel mercato. Dall'altro lato, tale impostazione potrebbe riflettersi anche sull'operatività degli intermediari. L'educazione finanziaria, infatti, non si esaurisce nella mera chiarezza delle informazioni contrattuali, ma presuppone, almeno in parte, un approccio più attivo nella diffusione di conoscenze finanziarie di base, idonee a consentire agli investitori di comprendere il funzionamento dei prodotti e i rischi connessi. In questa prospettiva, l'inserimento di tale obiettivo tra le finalità della vigilanza potrebbe tradursi, nel tempo, in aspettative regolatorie e di supervisione che richiedano agli intermediari iniziative informative o formative più strutturate, con possibili riflessi sugli assetti organizzativi e sugli oneri di *compliance* connessi alla distribuzione dei prodotti finanziari.

Letta in questa prospettiva, la novella dell'art. 5 sembra riflettere un'evoluzione più generale del paradigma regolatorio: accanto alla tradizionale centralità della *disclosure* e della trasparenza informativa, vengono ad assumere rilievo crescente la capacità degli investitori di comprendere effettivamente il funzionamento dei prodotti e dei mercati²⁶. L'obiettivo non è più soltanto quello di rendere disponibili informazioni corrette, ma anche quello di favorire le condizioni affinché tali informazioni possano essere realmente comprese e utilizzate nelle decisioni di investimento. Un modello insomma più attento alle *capabilities* degli investitori. La portata della novella si coglie, pertanto, non nella creazione di nuovi poteri, ma nella capacità della nuova finalità di incidere sul modo in cui quelle stesse competenze già attribuite alle Autorità vengono esercitate.

²⁵ Sul progressivo affermarsi di una concezione sostanziale della trasparenza, che non si esaurisce nella mera disponibilità dell'informazione ma richiede che il cliente sia posto nella condizione di comprenderne le concrete implicazioni economiche, v. A.A. DOLMETTA, *La valutazione del merito del credito nell'accesso al servizio*, cit., pp. 307 ss., spec. nt. 13. L'A. prende sul punto le distanze dall'impostazione secondo cui, nell'ammortamento alla francese, l'esigenza di trasparenza potrebbe ritenersi soddisfatta mediante la spiegazione della dinamica delle quote capitale e interessi accompagnata dal piano di ammortamento.

²⁶ *Ibidem*.

È proprio su questo terreno che il dato sistematico appena ricostruito è suscettibile di tradursi in conseguenze applicative, imponendo di verificare attraverso quali passaggi la promozione dell'educazione finanziaria possa riflettersi sulla disciplina dell'offerta e, mediamente, sull'attività dei soggetti vigilati.

5. Le ricadute sistemiche dell'educazione finanziaria quale obiettivo della vigilanza

Alla luce di quanto precede, l'educazione finanziaria non rileva più soltanto sul versante delle competenze dell'investitore, ma entra nel circuito della vigilanza anche quale criterio suscettibile di orientare la regolazione dell'offerta e, per tale via, i comportamenti degli intermediari. Tale passaggio, tuttavia, non è automatico, poiché tra la finalità della vigilanza e la conformazione degli obblighi dei soggetti vigilati si interpone la necessaria mediazione dei poteri attribuiti alle Autorità e delle fonti che disciplinano i singoli istituti. È proprio attraverso tale mediazione che la nuova finalità può assumere una portata non meramente simbolica, incidendo sugli indirizzi di vigilanza e sugli assetti organizzativi degli intermediari.

La scelta del legislatore è così destinata a produrre riflessi concreti sul funzionamento della disciplina dei mercati finanziari. Nel diritto della regolazione finanziaria, infatti, gli obiettivi della vigilanza non si limitano a orientare l'interpretazione delle norme esistenti, ma costituiscono anche criteri direttivi per l'esercizio dei poteri delle autorità competenti, incidendo sulla definizione delle regole secondarie, sugli indirizzi di supervisione e, più in generale, sulle modalità di applicazione dei presidi di controllo. In questa prospettiva, l'introduzione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza è suscettibile di produrre effetti non soltanto sul piano interpretativo, ma anche su quello regolamentare e operativo, orientando l'evoluzione dei comportamenti degli intermediari e degli assetti organizzativi dei soggetti vigilati. Alla luce di tali considerazioni, è possibile individuare alcuni ambiti nei quali la valorizzazione della dimensione educativa appare destinata a produrre le implicazioni più significative.

Segue. 5.1 Comunicazioni pubblicitarie e promozionali

Le comunicazioni pubblicitarie e promozionali possono costituire il primo punto di contatto tra intermediario e investitore e incidere significativamente sulla formazione delle aspettative di investimento. In questa prospettiva, il riferimento dell'art. 21 TUF alla correttezza, chiarezza e non fuorvianza delle comunicazioni è destinato a essere letto anche alla luce del nuovo obiettivo di promozione dell'educazione finanziaria. La valutazione della chiarezza non può, pertanto, esaurirsi nella correttezza formale del messaggio, ma deve considerarne l'effettiva idoneità a consentire ai destinatari cui esso è rivolto una comprensione adeguata delle caratteristiche e dei rischi del prodot-

to²⁷. In tale quadro, la vigilanza potrebbe prestare maggiore attenzione alle tecniche di presentazione dei rendimenti, alle modalità di rappresentazione del rischio e, più in generale, all' idoneità delle comunicazioni promozionali a essere effettivamente comprese dalla categoria di investitori cui sono rivolte, anche tenendo conto delle eventuali limitazioni delle competenze finanziarie dei destinatari.

Non può escludersi, inoltre, che tale evoluzione si rifletta anche sul piano regolamentare, attraverso interventi della Consob o mediante atti di *soft law* e orientamenti di vigilanza volti a precisare e rafforzare gli standard di comunicazione nei confronti della clientela retail, con particolare riguardo alla chiarezza sostanziale del messaggio, alla rappresentazione equilibrata di rischi e benefici e alla sua effettiva comprensibilità da parte della platea cui è destinato.

Segue. 5.2 Informativa precontrattuale

La medesima esigenza di effettiva comprensibilità si ripropone, con maggiore intensità, nella fase che precede la conclusione dell'operazione, nella quale l'informazione non è più soltanto destinata a orientare l'interesse dell'investitore, ma a consentirgli di valutare consapevolmente caratteristiche, rischi e costi del prodotto. L'informativa precontrattuale costituisce, infatti, uno dei principali strumenti attraverso i quali il legislatore mira a consentire all'investitore di comprendere la natura, i rischi e i costi dei prodotti finanziari. In tale ambito, una funzione centrale è oggi assolta dal documento contenente le informazioni chiave previsto dal Regolamento (UE) n. 1286/2014 per i PRIIPs, destinato a consentire all'investitore retail di comprendere e comparare le caratteristiche essenziali, i rischi, i costi e i possibili risultati dell'investimento. Per gli OICVM destinati alla clientela retail, tale documento ha sostituito, a decorrere dal 1° gennaio 2023, il precedente documento contenente le informazioni chiave per gli investitori previsto dalla disciplina UCITS.

27 Cfr. art. 44, parr. 1 e 2, Regolamento delegato (UE) 2017/565, secondo cui le informazioni indirizzate ai clienti o potenziali clienti, comprese le comunicazioni di marketing, devono essere corrette, chiare e non fuorvianti e, in particolare, devono risultare sufficienti e presentate in modo tale da poter essere comprese dal membro medio del gruppo cui sono rivolte o che è verosimile le riceva; la disposizione richiede altresì che l'indicazione dei benefici sia accompagnata da una rappresentazione corretta ed evidente dei rischi rilevanti e che informazioni, dichiarazioni o avvertenze importanti non siano dissimulate, attenuate od oscurate. Il parametro conserva dunque carattere oggettivo, ma è rapportato non a un astratto investitore medio, bensì al gruppo dei destinatari della comunicazione. In questa direzione v. anche ESMA, Common Supervisory Action on the application of MiFID II disclosure rules with regard to marketing communications, 16 gennaio 2023, che, con particolare riguardo ai prodotti più rischiosi e complessi, ha incluso tra i profili oggetto di vigilanza le modalità attraverso le quali gli intermediari individuano il pubblico destinatario delle comunicazioni promozionali. Con specifico riferimento agli organismi di investimento collettivo, v. altresì ESMA, Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds, ESMA34-45-1272, 2 agosto 2021, par. 16, ove si precisa che livello e modalità di presentazione dell'informazione devono essere adeguati alla tipologia di investitori cui il prodotto è destinato e che, nel caso di prodotti accessibili alla clientela retail, la comunicazione deve evitare un linguaggio eccessivamente tecnico e fornire adeguate spiegazioni sulla complessità e sui rischi del prodotto, al fine di facilitarne la comprensione.

L'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza può contribuire a spostare ulteriormente l'attenzione dalla mera disponibilità e consegna del documento informativo alla sua effettiva funzione di comprensione. In tale prospettiva, la disciplina secondaria e l'attività di vigilanza potrebbero valorizzare ulteriormente modalità di rappresentazione delle informazioni idonee a facilitarne l'intelligibilità e, sul piano del rapporto con il cliente, orientare gli intermediari verso forme di comunicazione e spiegazione maggiormente attente all'effettiva capacità dell'investitore di comprendere le caratteristiche e i rischi del prodotto offerto²⁸.

Tale evoluzione potrebbe riflettersi anche sul piano regolamentare, attraverso interventi della Consob o orientamenti di vigilanza volti a rafforzare gli standard di chiarezza e fruibilità dell'informativa precontrattuale. In questa prospettiva, la chiarezza dell'informazione tende ad assumere carattere sostanziale e dinamico, dovendo essere valutata non soltanto in relazione alla struttura e al contenuto del documento, ma anche alla sua effettiva idoneità a rendere comprensibili al destinatario le caratteristiche, i rischi e i costi del prodotto.

Segue. 5.3 Adeguatezza e product governance

La questione della comprensione non si esaurisce, tuttavia, nella qualità e nelle modalità di presentazione dell'informazione. Essa assume un rilievo ulteriore quando la disciplina impone all'intermediario di prendere direttamente in considerazione il livello di conoscenza e di esperienza del singolo cliente. La disciplina dell'adeguatezza e dell'appropriatezza, oggi contenuta nella direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e nella relativa normativa di attuazione, attribuisce già un rilievo centrale alle conoscenze e all'esperienza finanziaria del cliente. Nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, la valutazione di adeguatezza richiede all'intermediario di acquisire informazioni non soltanto sulle conoscenze ed esperienze del cliente, ma anche sulla sua situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite, e sui suoi obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio, al fine di verificare, tra l'altro, che egli possieda le conoscenze e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi dell'operazione o della gestione del portafoglio. Negli altri servizi di investimento

²⁸ Cfr. artt. 5 e 8, Regolamento (UE) n. 1286/2014, nonché considerando 14, 15, 17 e 18. La disciplina del KID è significativamente costruita non sulla mera disponibilità dell'informazione, ma sulla sua effettiva capacità di essere utilizzata dall'investitore retail: il documento deve essere breve, facilmente leggibile, concentrato sulle informazioni essenziali e redatto con linguaggio chiaro, succinto e comprensibile, in modo da facilitarne la comprensione; la standardizzazione della forma e del contenuto deve inoltre tenere conto delle caratteristiche e delle capacità dei consumatori e dei risultati delle verifiche sull'efficacia delle diverse modalità di presentazione delle informazioni. Per gli OICVM v. altresì art. 82-bis direttiva 2009/65/CE, introdotto dalla direttiva (UE) 2021/2261, in forza del quale il KID redatto conformemente al Regolamento (UE) n. 1286/2014 soddisfa gli obblighi relativi alle informazioni chiave previsti dalla disciplina UCITS. Sul più generale passaggio da una concezione meramente formale della trasparenza a una concezione attenta all'effettiva comprensione delle implicazioni economiche dell'informazione, v. A.A. DOLMETTA, *La valutazione del merito del credito nell'accesso al servizio*, cit., pp. 307 ss., spec. nt. 13.

soggetti alla valutazione di appropriatezza, il giudizio è invece specificamente diretto a verificare se il cliente disponga delle conoscenze e dell'esperienza necessarie per comprendere i rischi connessi al prodotto o al servizio offerto o richiesto²⁹.

L'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza potrebbe tuttavia incidere su questo assetto, inducendo a valorizzare, accanto alla funzione conoscitiva della profilazione, anche una più marcata funzione esplicativa nei confronti dell'investitore. In questa prospettiva, l'intermediario non sarebbe chiamato soltanto ad accertare il livello di conoscenza ed esperienza del cliente, ma potrebbe essere sollecitato, nei limiti delle competenze e degli obblighi propri del servizio prestato, ad adottare modalità informative ed esplicative idonee ad attenuare eventuali deficit di comprensione emersi nel processo di profilazione³⁰.

Ciò potrebbe riflettersi anche sulle modalità di svolgimento della profilazione MiFID e, più in generale, sulla predisposizione di presidi volti a favorire un'effettiva comprensione dei prodotti finanziari da parte della clientela, soprattutto quando si tratti di strumenti caratterizzati da maggiore complessità. In questa prospettiva, la valutazione delle conoscenze e dell'esperienza dell'investitore non assolverebbe più soltanto alla funzione di verificare la compatibilità del prodotto con il suo profilo, ma potrebbe assumere anche una funzione ulteriore, volta a far emergere eventuali deficit di comprensione sui quali intervenire mediante strumenti informativi ed esplicativi appropriati. La valutazione di adeguatezza verrebbe così ad acquisire, accanto alla sua tradizionale funzione selettiva, anche una possibile dimensione formativa, coerente con l'obiettivo di rafforzare la capacità dell'investitore di assumere decisioni consapevoli.

Il rilievo delle competenze dell'investitore non si esaurisce, peraltro, nella valutazione del singolo rapporto distributivo, ma emerge anche a monte, nella disciplina del-

29 Cfr. art. 25, parr. 2 e 3, direttiva 2014/65/UE, nonché artt. 54, parr. 1 e 2, e 56, par. 1, Regolamento delegato (UE) 2017/565. Sulla centralità della profilatura ai fini delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza v. altresì gli orientamenti dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie, che ha ripetutamente sottolineato come il questionario debba consentire di ricostruire in modo attendibile il livello di conoscenza ed esperienza, gli obiettivi di investimento e il profilo di rischio del cliente e debba essere sufficientemente analitico e coerente con gli elementi oggettivamente disponibili all'intermediario. Cfr., tra le altre, ACF, Relazione annuale 2021, spec. sulla «profilatura della clientela», nonché ACF, Relazione annuale 2022. In dottrina, S. FORASASSI, *Profilatura del cliente e valutazione di adeguatezza/appropriatezza negli orientamenti dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF)*, in *Contratto e impresa*, 2021, n. 4, p. 1063 ss.

30 In una prospettiva solo parzialmente analoga, ma significativa sul piano sistematico, v. direttiva (UE) 2023/2225 relativa ai contratti di credito ai consumatori, spec. artt. 12 e 34. L'art. 12 impone ai creditori e, se del caso, agli intermediari del credito di fornire al consumatore «spiegazioni adeguate» sui contratti e sui servizi accessori proposti, affinché egli possa valutarne l'adeguatezza rispetto alle proprie esigenze e alla propria situazione finanziaria; l'art. 34 affida invece agli Stati membri il compito di promuovere misure di educazione dei consumatori in materia di indebitamento responsabile e gestione del debito, prevedendo anche la diffusione di informazioni chiare e generali sul procedimento di concessione del credito. La disciplina mostra così, sia pure in un settore diverso, la tendenza ad affiancare alla mera acquisizione o trasmissione di informazioni strumenti destinati a favorirne l'effettiva comprensione.

la *product governance*, dove la capacità dell'investitore di comprendere la struttura, il funzionamento e i rischi del prodotto assume rilievo già nella definizione del mercato di riferimento e può riflettersi, in un momento successivo, tanto sulle valutazioni di adeguatezza o appropriatezza quanto sui processi di distribuzione degli strumenti finanziari complessi. In tale prospettiva, accanto all'individuazione del target market e alla verifica della coerenza del prodotto con le caratteristiche della clientela cui esso è destinato, potrebbero trovare spazio presidi informativi ed esplicativi specificamente rivolti a ridurre i deficit di comprensione che ostacolano un accesso consapevole al prodotto.

La dimensione formativa verrebbe così a integrare, senza sostituirla, la logica propria della *product governance*: per determinate categorie di strumenti, l'accesso dell'investitore potrebbe essere accompagnato da meccanismi volti ad assicurare il raggiungimento di una soglia minima di comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi dell'investimento. L'educazione finanziaria assumerebbe, in questa prospettiva, non la funzione di rimuovere i limiti posti dalla disciplina di tutela, ma quella di accrescere la capacità dell'investitore di operare consapevolmente entro il perimetro da essa definito.

Segue. 5.4 Assetti organizzativi degli intermediari

Le ricadute sin qui considerate sul piano della relazione con il cliente e dei processi di distribuzione rinviando, infine, a un ulteriore livello: quello dell'organizzazione interna dell'intermediario. L'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria tra gli obiettivi della vigilanza può produrre riflessi anche sugli assetti organizzativi degli intermediari. Nel diritto dei mercati finanziari, infatti, le finalità assegnate alla vigilanza sono suscettibili di tradursi, sul piano applicativo, in presidi organizzativi e procedurali a carico dei soggetti vigilati.

In questa prospettiva, la valorizzazione della dimensione educativa potrebbe favorire l'integrazione, nei processi interni degli intermediari, di strumenti e procedure volti a rendere più effettiva la comprensione dei prodotti finanziari da parte della clientela. Ciò potrebbe tradursi, ad esempio, nella predisposizione di iniziative informative o formative rivolte agli investitori, nel rafforzamento della formazione della rete distributiva e nell'elaborazione di procedure interne destinate a verificare, soprattutto con riguardo ai prodotti più complessi, l'effettiva comprensione delle loro caratteristiche e dei relativi rischi da parte della clientela retail.

Non può escludersi, pertanto, che l'evoluzione della regolazione secondaria e degli orientamenti di vigilanza conduca a una progressiva valorizzazione, nell'ambito dei requisiti organizzativi degli intermediari, di presidi specificamente rivolti alla dimensione informativa e formativa della relazione con l'investitore. L'educazione finanziaria verrebbe così ad assumere rilievo non soltanto quale obiettivo esterno dell'azione delle Autorità, ma anche quale elemento suscettibile di incidere sulla configurazione dei processi interni che governano la progettazione, la distribuzione e il monitoraggio dei

prodotti finanziari.

Nel loro insieme, i profili richiamati mostrano come l'introduzione della promozione dell'educazione finanziaria tra gli obiettivi della vigilanza possa dispiegare effetti trasversali su diversi istituti della disciplina dei mercati finanziari. La portata della nuova finalità non sembra destinata a esaurirsi nella qualità delle informazioni rese agli investitori, potendo riflettersi anche sull'evoluzione della regolazione secondaria, sugli indirizzi di supervisione e, più in generale, sui criteri che orientano l'esercizio dei poteri attribuiti alle Autorità. In tale prospettiva, l'educazione finanziaria tende a configurarsi non soltanto come strumento di tutela dell'investitore, ma come criterio capace di concorrere all'evoluzione complessiva della disciplina di mercato, incidendo sulle modalità di organizzazione degli intermediari, sulla relazione con la clientela e sui presidi attraverso i quali vengono governati i rischi connessi alla distribuzione dei prodotti finanziari.

6. Conclusioni di sintesi

L'analisi svolta consente, a questo punto, di cogliere la portata sistematica della novella oltre il dato testuale della modifica apportata all'art. 5 TUF. L'inserimento dell'educazione finanziaria nel quadro delle finalità della vigilanza si colloca, infatti, lungo una più ampia linea evolutiva della disciplina dei mercati finanziari, nella quale la tutela dell'investitore tende progressivamente a misurarsi non soltanto con la correttezza e completezza dell'informazione resa, ma anche con la concreta capacità del destinatario di comprenderla e di utilizzarla consapevolmente nelle proprie decisioni.

La scelta legislativa riflette, sotto questo profilo, il progressivo ridimensionamento del paradigma fondato sull'investitore pienamente razionale e sulla conseguente centralità della *disclosure*. La disponibilità di informazioni corrette e complete non garantisce, di per sé, decisioni consapevoli, soprattutto in mercati caratterizzati da prodotti complessi, strutture contrattuali articolate e rischi di non immediata percezione. L'educazione finanziaria viene così ad affiancare alla tradizionale riduzione delle asimmetrie informative l'esigenza di intervenire sui limiti cognitivi che possono ostacolare l'effettiva comprensione dell'informazione, concorrendo in tal modo non soltanto alla protezione del singolo investitore, ma anche al buon funzionamento del mercato. Sotto questo profilo, la soluzione accolta dal legislatore italiano presenta un tratto peculiare. Negli ordinamenti esaminati, la *financial education* costituisce prevalentemente oggetto di specifiche politiche pubbliche o di compiti autonomamente attribuiti alle autorità; nel nuovo art. 5 TUF essa viene invece ricondotta direttamente alla finalità di tutela degli investitori e, per tale via, inserita nel quadro funzionale entro il quale devono essere esercitati i poteri di vigilanza. Non viene introdotta una nuova competenza, ma una finalità suscettibile di orientare l'esercizio di quelle già attribuite alle Autorità.

La portata della riforma dipenderà, pertanto, dal modo in cui essa troverà attuazione nella regolazione secondaria, negli orientamenti di supervisione e nella prassi di vigilanza. I suoi effetti potranno riflettersi sulla disciplina delle comunicazioni promo-

zionali e dell'informativa precontrattuale, sulle modalità di applicazione delle regole di adeguatezza, appropriatezza e *product governance*, nonché sulla configurazione dei presidi organizzativi che governano la relazione con la clientela. In ciascuno di questi ambiti, il baricentro della tutela potrebbe progressivamente spostarsi dalla mera disponibilità dell'informazione alla sua effettiva comprensibilità.

Resta, peraltro, necessario evitare che l'educazione finanziaria venga impropriamente trasformata in un indistinto obbligo formativo gravante sugli intermediari o, sul versante opposto, in uno strumento attraverso il quale trasferire sull'investitore le conseguenze di condotte distributive non corrette. La promozione delle competenze finanziarie non attenua i doveri professionali degli operatori, né può sostituirsi alle regole poste a presidio della correttezza, della trasparenza e dell'adeguatezza delle condotte. Essa può, piuttosto, concorrere a ridefinire il rapporto tra protezione e autoresponsabilità, nella consapevolezza che quest'ultima può essere effettivamente valorizzata soltanto quando l'investitore sia posto nelle condizioni di comprendere natura, caratteristiche e implicazioni delle proprie scelte.

La novella segna, in definitiva, il passaggio da un modello di tutela prevalentemente incentrato sulla trasmissione dell'informazione a un modello maggiormente attento alle condizioni della sua effettiva comprensione. È in questo passaggio che sembra potersi cogliere il significato più profondo della riforma: la competitività di un mercato dei capitali non dipende soltanto dalla varietà e innovatività degli strumenti disponibili, ma anche dalla capacità dei risparmiatori di accedervi e di operarvi consapevolmente. L'educazione finanziaria tende così ad assumere rilievo non più soltanto come complemento esterno della vigilanza, ma come criterio capace di concorrere all'evoluzione della disciplina e delle pratiche di mercato.

Gli interventi di semplificazione della Legge Capitali

ANDREA TURI

Responsabile della Divisione Vigilanza Intermediari e Protezione Investitori
Consob

SOMMARIO*: 1. Le semplificazioni legate alla razionalizzazione dei rapporti tra Banca d'Italia e Consob. - 2. Le semplificazioni discendenti dall'inclusione delle Casse di Previdenza tra i clienti professionali di diritto. - 3. La nuova disciplina dei gestori sotto-soglia. - 4. Il trigger della semplificazione e dell'alleggerimento degli oneri amministrativi anche in ambito europeo: le modifiche introdotte dalla Retail Investment Strategy.

1. Le semplificazioni legate alla razionalizzazione dei rapporti tra Banca d'Italia e Consob

Il decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47, di attuazione della delega prevista dalla legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali), in considerazione delle competenze attribuite a Banca d'Italia (organizzazione e sana e prudente gestione) e Consob (trasparenza e correttezza), ha perseguito, *inter alia*, l'obiettivo della razionalizzazione dei procedimenti amministrativi, tramite la concentrazione degli stessi in capo all'Autorità a cui sono ascrivibili in maniera principale o esclusiva le competenze di vigilanza.

In tal senso, è stata prevista l'eliminazione di alcuni pareri reciproci mediante l'attrazione di alcune aree nell'esclusiva competenza di una delle due Autorità, tenendo a mente la costante e proficua collaborazione tra le medesime, al fine di garantire comunque il coinvolgimento dell'altra ove ciò risulti opportuno.

In questo quadro, alla Consob è ora attribuita in via esclusiva l'autorizzazione all'operatività in Italia di imprese di Paesi terzi diverse dalle banche nei casi di libera prestazione di servizi e per le attività di investimento rivolte a controparti qualificate o clienti professionali di diritto. In tal caso, quindi, viene meno la richiesta obbligatoria di parere

*Le opinioni espresse non impegnano l'Istituto di appartenenza.

a Banca d'Italia attualmente prevista dall'art. 28, comma, 6 del TUF. Tale innovazione normativa tiene conto della circostanza che la vigilanza prudenziale nei confronti delle imprese di investimento di Paesi terzi operanti in libera prestazione di servizi ricade esclusivamente nelle competenze dell'autorità di vigilanza (prudenziale) del Paese di origine.

Alla Banca d'Italia, invece, è assegnata in via esclusiva la valutazione dei requisiti degli esponenti aziendali delle SIM (nonché delle SGR, delle Sicav e delle Sicaf) sia in sede di autorizzazione che nel continuo dei partecipanti al capitale, nonché la competenza sull'operatività all'estero delle SIM italiane.

Infatti, si osserva che tali verifiche di valutazione degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale di cui agli art. 13 e 14 del TUF costituiscono un presidio fondamentale per assicurare un governo societario improntato a criteri di sana e prudente gestione e che, ai sensi dell'art. 5, comma 2, del TUF, ai fini del perseguimento degli obiettivi di vigilanza, la *“Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari”*⁰¹.

Anche con riguardo alla scelta di attribuire di nuovo alla Banca d'Italia (così come è avvenuto fino al 2017) la competenza sull'operatività delle SIM in altri Paesi UE ed extra UE, sia nella modalità della libera prestazione di servizi, sia mediante stabilimento di succursale, rientra nell'ottica di razionalizzazione del riparto di competenze tra Consob/Banca d'Italia, avendo riscontrato nell'esperienza concreta di questi ultimi anni che nei casi di specie appaiono preminenti e rilevanti valutazioni con riferimento agli aspetti relativi all'adeguatezza patrimoniale ed organizzativa (di diretta competenza Banca d'Italia), piuttosto che profili di corretta e trasparente prestazione dei servizi (di diretta competenza Consob).

La Consob è ora esclusivamente competente per la potestà regolamentare in materia di pre-commercializzazione, nonché di commercializzazione in Italia di quote o azioni di OICVM UE (art. 42, commi 1, 3 e 4-bis, in cui è soppresso l'obbligo, per la Consob, di sentire la Banca d'Italia per l'emanazione della relativa normativa secondaria).

In merito, invece, al procedimento della Consob per l'avvio della commercializzazione, la riforma non si è spinta fino all'eliminazione dell'intesa della Banca d'Italia. Al riguardo,

⁰¹ Si rammenta che in un'ottica sistemica, secondo quanto previsto dall'art. 4-sexies.1, comma 6, lettera f), del TUF, la Banca d'Italia è l'Autorità competente a verificare – sia in sede di autorizzazione che nel continuo – la sussistenza dei requisiti degli esponenti aziendali del fornitore di servizi di *crowdfunding*. Analogamente, l'art. 17, comma 3, lettera b), del decreto legislativo 5 settembre 2024, n. 129 per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2023/1114 (MiCAR) attribuisce alla sola Banca d'Italia la competenza a vigilare – sia in sede di autorizzazione che nel continuo – sull'osservanza delle disposizioni del citato regolamento, tra l'altro, in materia di esponenti aziendali dei prestatori di servizi per le crypto-attività. Analogamente è attribuita in via esclusiva alla Banca d'Italia la verifica della sussistenza dei requisiti dei partecipanti qualificati al capitale dei fornitori di servizi di *crowdfunding* e dei prestatori di servizi per le crypto-attività.

infatti, rilevano competenze specifiche della Banca d'Italia in materia, ad esempio, di rappresentazione nel regolamento di gestione dei *liquidity management tools*.

In materia di commercializzazione dei FIA riservati, giova peraltro ricordare come la Consob abbia posto in essere una semplificazione della procedura con conseguente compressione delle tempistiche dei propri procedimenti in materia di commercializzazione di FIA riservati (art. 43, comma 4, TUF).

Rileva, al riguardo, la delibera Consob n. 22888 del 15 novembre 2023 (che ha aggiornato la delibera n. 20448 del 22 maggio 2018), con la quale sono state attribuite ai Responsabili di Divisioni alcune attività (prima devolute allo scrutinio della Commissione), tra cui appunto quella in materia di commercializzazione di FIA riservati.

Al riguardo, l'attribuzione al Responsabile della Divisione Vigilanza Intermediari e Protezione Investitori della decisione del relativo procedimento – con conseguente notevole snellimento operativo – è conferita se:

- la Commissione ha già approvato la commercializzazione di un FIA riservato istituito dalla medesima SGR;
- le quote del FIA non sono commercializzate presso gli investitori (*retail*) individuati dall'art. 14, comma 2 del D.M. 5 marzo 2015, n. 30;
- l'OICR non è classificato come prodotto finanziario avente obiettivi sostenibili ai sensi dell'art. 9 del Regolamento (UE) 2019/2088 (relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari);
- e, infine, se non risultino reclami o esposti nei confronti della SGR negli ultimi tre anni.

2. Le semplificazioni discendenti dall'inclusione delle Casse di Previdenza tra i clienti professionali di diritto

L'inclusione delle Casse tra i clienti professionali di diritto

Come noto, il citato decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47 ha espressamente ricompreso le Casse tra i clienti professionali di diritto.

L'intervento si colloca nel solco di un processo già avviato dal legislatore con la modifica, introdotta dalla medesima Legge Capitali, dell'art. 6, comma 2-*quater*, lett. d), n. 1, del TUF, che aveva attribuito agli enti di previdenza la qualifica di controparti qualificate. Tale qualificazione, tuttavia, era incentrata sulla categoria delle controparti qualificate, richiamata solo con riferimento a taluni servizi di investimento ma non per i servizi di consulenza, gestione di portafogli e collocamento. La più recente revisione del TUF è pertanto intervenuta al fine di sancire in via definitiva la qualificazione delle Casse come clienti professionali di diritto senza alcuna ambiguità.

Gli impatti operativi della modifica

L'inclusione delle Casse tra i clienti professionali di diritto consente di riallineare gli

oneri amministrativi posti in capo agli intermediari prestatori dei servizi di investimento e alle società prodotto alle effettive esigenze di tutela di tale tipologia di soggetti. Tale riallineamento trova fondamento nelle caratteristiche delle Casse, che si configurano come investitori istituzionali, operanti quali affidatari del risparmio previdenziale, dotati di adeguate competenze professionali e di una stabile organizzazione e sottoposti alla vigilanza della COVIP.

Con particolare riferimento agli intermediari prestatori di servizi di investimento, l'intervento normativo consente di superare le complessità operative derivanti dall'attuale necessità di verificare, su base individuale, il possesso dei requisiti di esperienza e competenza ai fini della classificazione delle Casse quali clienti professionali su richiesta. L'inquadramento ex lege delle Casse tra i clienti professionali di diritto garantisce così maggiore certezza applicativa e uniformità di trattamento.

Analogamente, in capo alle società prodotto, si riscontrano benefici in termini di efficienza dei processi, connessi a una maggiore rapidità nella fase di acquisizione del nullaosta Consob per la commercializzazione dei FIA riservati, ai sensi dell'art. 43, comma 4, del d.lgs. n. 58/1998. Infatti, come in precedenza ricordato, per i FIA destinati esclusivamente agli investitori professionali è prevista da parte della Consob una procedura "decisoria" semplificata, che incardina la decisione in capo alle unità operative e non alla Commissione, con conseguente contrazione delle tempistiche (delibera Consob n. 22888 del 15 novembre 2023). Ulteriori benefici si registrano, inoltre, in termini di riduzione degli oneri informativi, in considerazione dell'esonero dall'obbligo di predisposizione del KID previsto dal Regolamento PRIIPs nei casi in cui i prodotti siano destinati a tale categoria di clientela.

3. La nuova disciplina dei gestori sotto-soglia

Con l'attuazione della Legge Capitali, inoltre, si mira a superare l'attuale modello dei gestori sotto-soglia⁰², che, imperniato sul provvedimento di autorizzazione, appare poco differenziato rispetto a quello dei gestori ordinari (c.d. sopra-soglia), comportando oneri, sia per gli intermediari sia per la vigilanza, non proporzionati all'effettiva rilevanza del settore e che, in ultima istanza, possono limitarne lo sviluppo.

In tale ottica, l'obiettivo della semplificazione è perseguito mediante un alleggerimento del processo di accesso al mercato (dalla autorizzazione simile a quella per i «sopra-soglia» a mera registrazione), mantenendo comunque fermo un adeguato livello di tutela per gli investitori, anche per il tramite della delimitazione delle attività che questi soggetti possono svolgere.

La riforma prevede, pertanto, un sistema fondato su una mera registrazione dei sotto-soglia, fissando una serie di caratteristiche che bilancino l'esigenza di crescita e di

⁰² Si tratta di GEFIA con un totale attivo dei fondi gestiti che non supera 100 milioni di euro. La soglia sale a 500 milioni di euro se i fondi non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale.

sviluppo del settore con quella, imprescindibile, della tutela degli investitori⁰³, secondo le seguenti direttrici:

- passaggio dall'attuale regime autorizzatorio dei gestori sotto-soglia alla mera registrazione in un registro tenuto dalla Banca d'Italia, con connessa disapplicazione delle regole prudenziali e di condotta previste per la generalità dei gestori, ferma restando l'applicazione della disciplina minimale prevista dalla AIFMD per i gestori sotto-soglia (articolo 3);

- limitazione dell'operatività in termini di prodotti gestibili (esclusivamente FIA chiusi diversi dai FIA di credito) e di clientela target, che risulta essere più circoscritta rispetto alle categorie già individuate dal D.M. n. 30/2015 (nello specifico, i sotto-soglia potranno rivolgersi soltanto: 1) agli investitori professionali ovvero 2) ad investitori non professionali di cui all'articolo 14, comma 2, lettera a) del citato D.M. (ossia, che investano un importo, non frazionabile, pari a 500 mila euro, i quali tuttavia, in aggiunta, devono dimostrare con idonee evidenze di avere un portafoglio finanziario non inferiore a 5 milioni di euro).

Il suddetto approccio implica conseguentemente:

- l'alleggerimento degli obblighi in capo ai gestori sotto-soglia, che saranno tenuti solo alla comunicazione delle modifiche delle condizioni per la registrazione e alle segnalazioni periodiche sui principali investimenti;

- la sussistenza, in capo alla Banca d'Italia, di soli poteri di natura macroprudenziale esercitati esclusivamente per le finalità di verifica del mantenimento delle condizioni per la registrazione e, quindi, in caso vengano meno le suddette condizioni alla cancellazione del gestore dal registro, in assenza di poteri sanzionatori;

- l'assenza, in capo alla Consob, di poteri di vigilanza di tipo continuativo, essendo prevista soltanto l'attivazione di poteri di indagine "ad evento", nel caso di segnalazioni relative alla (residuale) disciplina applicabile ai gestori sotto-soglia (norme comunitarie direttamente applicabili - i.e. Regolamento SFDR e Regolamento PRIIPs in materia di KID).

⁰³ Dal punto di vista normativo, tale modifica risulta coerente con la Direttiva *Alternative Investment Fund Managers* (AIFMD) che ammette un regime agevolato per i gestori c.d. sotto-soglia che possono essere registrati, anziché autorizzati, e non soggetti a vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza. In proposito, tuttavia, la AIFMD consente agli Stati membri la facoltà di imporre a questi soggetti requisiti più stringenti a livello nazionale; al riguardo, come noto, in sede di recepimento della AIFMD nel 2015, l'Italia non ha optato per il regime agevolato, ma ha esercitato la facoltà prevista dalla AIFMD, adottando il regime autorizzativo, seppure per taluni aspetti semplificato, e l'applicazione della vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza, seppure con alcune semplificazioni e alleggerimenti regolamentari.

4. Il trigger della semplificazione e dell'alleggerimento degli oneri amministrativi anche in ambito europeo: le modifiche introdotte dalla Retail Investment Strategy

Gli interventi di semplificazione della Legge Capitali riflettono linee evolutive del quadro regolamentare europeo e, in particolare, della *Retail Investment Strategy* (RIS), le quali prevedono, tra l'altro, un ampliamento del novero dei clienti qualificabili come professionali sia attraverso la revisione dei criteri di classificazione dei clienti professionali "su richiesta" sia mediante l'introduzione di nuove categorie di clienti professionali "di diritto".

In un'ottica generale, le modifiche introdotte dalla RIS in tema di categorizzazione dei clienti, al pari di quelle discendenti dalla nuova classificazione delle Casse, sono espressione di una più ampia tendenza verso la riduzione degli oneri amministrativi, anche alla luce della Comunicazione sulla *Savings and Investments Union* (SIU)⁰⁴.

L'effetto di tali interventi è idoneo, infatti, a superare quelle situazioni in cui la prassi amministrativa risulta sproporzionatamente articolata rispetto al *need of protection* della clientela, comportando l'attivazione di procedimenti più complessi e l'elaborazione di KID anche in contesti nei quali tale documento non reca un effettivo valore aggiunto in termini informativi.

In proposito, significative appaiono - in ambito RIS- le discussioni sull'inclusione, tra i clienti professionali di diritto, dei dipendenti di AIFM responsabili della gestione o commercializzazione dei FIA, in relazione agli investimenti in tali specifici FIA. Si tratta peraltro di proposte di modifica ispirate dalla stessa Consob che, alla luce dell'esperienza di vigilanza, si era attivata per segnalare la necessità di un tale intervento. Tale innovazione consente, in particolare, di evitare la predisposizione del KID in situazioni in cui l'obbligo si traduce in un adempimento meramente formale e non proporzionato rispetto al livello di conoscenza e competenza degli investitori coinvolti.

Più in generale, l'applicazione di regimi semplificati ai fondi di *private equity* rivolti a investitori professionali (procedure autorizzative più rapide, esenzione dal KID e attenuazione degli obblighi in materia di classificazione in fase di distribuzione) appare funzionale a incentivare gli investimenti nell'economia reale. Nel complesso, tale tendenza regolamentare appare dunque coerente con l'obiettivo di rafforzare la competitività del mercato dei capitali, senza compromettere - in una prospettiva di proporzionalità - il livello di tutela degli investitori.

⁰⁴ La Commissione europea ha pubblicato la "Bussola per la competitività", a fine gennaio 2025, e successivamente, a marzo, la comunicazione sulla *savings and investments union* (SIU), nella quale viene individuata tra le azioni principali la semplificazione delle regole

La (mancata) riforma dell'art. 23 TUF

PAOLA LUCANTONI

Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Roma Tor Vergata

SOMMARIO: 1. Il vincolo dell'armonizzazione massima e il divieto di gold plating. - 2. La dialettica tra regole di validità e regole di condotta: un'inversione dogmatica. - 3. La recente giurisprudenza di legittimità. - 4. La dimensione oggettiva del prodotto e l'inefficienza del ripristino ex ante. - 5. Proposta di riforma dell'art. 23 TUF: razionalizzazione e tipizzazione dei rimedi. - 6. Conclusioni

La ricostruzione che si propone all'attenzione dell'interprete prende avvio dal rilievo di una persistente frizione sistematica tra la disciplina interna dettata dall'articolo 23 del Testo Unico della Finanza, per come talora letta in sede giurisprudenziale, e i principi ispiratori dell'ordinamento dell'Unione europea in materia di servizi di investimento. Tale scarto non si esaurisce in una questione di mera tecnica esegetica, ma investe profili essenziali di coerenza dell'ordinamento, oltre a incidere sulla capacità competitiva del mercato finanziario nazionale all'interno dello spazio europeo integrato.

In questa prospettiva, appare discutibile l'automatica riconduzione alla sanzione della nullità di ogni violazione concernente gli obblighi comportamentali posti a carico degli intermediari. Una simile impostazione, infatti, finisce per attribuire al rimedio restitutorio una funzione generalizzata e onnicomprensiva che eccede la sua fisiologica area di operatività, alterando l'equilibrio complessivo del sistema dei rimedi. Più coerente sembra, invece, una soluzione che ristabilisca un ordinato criterio di proporzione tra illecito e conseguenza giuridica, riservando la nullità ai vizi incidenti sulla conformazione strutturale del negozio e devolvendo le inosservanze relative alla fase precontrattuale o esecutiva al distinto terreno della responsabilità dell'intermediario, secondo le ordinarie categorie risarcitorie e restitutorie.

1. Il vincolo dell'armonizzazione massima e il divieto di *gold plating*

Il punto di partenza dell'indagine non può che rinvenirsi nel principio di armonizzazione massima che permea la disciplina unionale dei servizi di investimento. Il legislatore europeo, infatti, persegue l'obiettivo di edificare un assetto regolatorio tendenzialmente uniforme, idoneo ad assicurare condizioni omogenee di esercizio dell'attività e a impedire che divergenze nazionali possano ostacolare il corretto funzionamento del mercato interno o alterare il confronto concorrenziale tra operatori assoggettati a differenti ordinamenti⁰¹.

In tale prospettiva, il fenomeno del c.d. *gold plating* non si esaurisce nell'adozione, da parte del legislatore nazionale, di discipline di recepimento più gravose rispetto al minimo europeo. Esso può manifestarsi, in forme talora ancor più pervasive, sul terreno interpretativo, allorché la giurisprudenza attribuisca a prescrizioni comportamentali una valenza eccedente la loro funzione propria, sino a convertirle in requisiti di validità del contratto. In tal modo, obblighi che il diritto dell'Unione configura quali regole di condotta dell'intermediario, presidiate da rimedi risarcitori, amministrativi o restitutori, vengono trasposti sul distinto piano dell'invalidità negoziale, con effetti sistematicamente distorsivi.

Tale deriva finisce per collidere con i principi fondamentali di certezza del diritto e di legittimo affidamento che la Corte di Giustizia tutela con costanza⁰². Il problema si acuisce quando si pretende di applicare *ex post* parametri di validità calibrati su standard tecnici, si pensi alle metodologie di determinazione del *mark to market* o alla costruzione degli scenari probabilistici, che sono stati tipizzati dalla disciplina regolamentare soltanto successivamente alla stipula dei contratti contestati. In simili ipotesi, l'esercizio interpretativo nazionale si pone in contrasto non già con una norma puntuale, ma con i principi generali del diritto dell'Unione in tema di irretroattività, come sanciti dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia⁰³.

⁰¹ Il principio di armonizzazione massima nella disciplina MiFID e il conseguente divieto di *gold plating* sono analizzati in R. Lener - P. Lucantoni, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, n. 4, 2012; sul divieto per gli Stati membri di introdurre requisiti più stringenti rispetto a quelli europei, v. la Direttiva 2006/73/CE (di attuazione della MiFID I), cui si richiama R. Lener - C. Cipriani, *I derivati, le Sezioni Unite e l'Europa*, passim.

⁰² R. Lener - C. Cipriani, *I derivati, le Sezioni Unite e l'Europa*, in questa Rivista (cfr. cap. VIII), ove si documenta come il ragionamento giurisprudenziale che eleva la disclosure a requisito di validità determini un effetto di *gold plating* giurisprudenziale, non meno distorsivo di quello legislativo.

⁰³ I principi di certezza del diritto, legittimo affidamento e irretroattività sono richiamati espressamente in R. Lener - C. Cipriani, *op. cit.*, cap. VIII, con specifico riferimento alle sentenze della Corte di Giustizia nei casi *Brock*, *Irca* e *Racke*, a sostegno dell'argomento per cui gli obblighi informativi tipizzati successivamente alla stipula non possono fondare retroattivamente la caducazione del contratto.

2. La dialettica tra regole di validità e regole di condotta: un'inversione dogmatica

Sul terreno della teoria generale del contratto, la distinzione tra regole di validità e regole di condotta ha costituito a lungo un caposaldo della nostra elaborazione dogmatica, trovando autorevole consacrazione anche nella nota pronuncia delle Sezioni Unite del 2007. Secondo tale impostazione, l'inosservanza dei doveri comportamentali, pur ove particolarmente grave, rileva sul piano della responsabilità (precontrattuale o contrattuale, a seconda della fase in cui si colloca la violazione) senza incidere, di regola, sulla validità del negozio, poiché attiene al comportamento dei contraenti e non ai requisiti strutturali dell'atto⁰⁴.

Negli sviluppi più recenti, tuttavia, si coglie un preoccupante scivolamento dogmatico. Parte della giurisprudenza di legittimità, pur animata dall'apprezzabile intento di rafforzare la protezione dell'investitore, tende a ricondurre deficit informativi concernenti, in particolare, la rappresentazione del *mark to market* o degli scenari probabilistici, entro categorie tradizionalmente riferite alla struttura del contratto, quali la meritevolezza dell'interesse perseguito ovvero la determinatezza e determinabilità dell'oggetto. Si opera, di fatto, una trasposizione sul piano della struttura negoziale di profili che attengono invece alla qualità della *disclosure*, costruendo una forma di nullità che, pur mossa da intenti latamente equitativi nei confronti dell'investitore, finisce per scardinare la certezza dei rapporti giuridici e per riverberare effetti distorsivi sull'intero sistema⁰⁵.

La dottrina più attenta ha colto in questa tendenza una vera e propria inversione della logica sistematica dei rimedi⁰⁶: la nullità, istituto tradizionalmente destinato a presidiare interessi fondamentali dell'ordinamento e a colpire vizi originari dell'atto, viene talora impiegata come strumento di riequilibrio *ex post* rispetto a operazioni rivelatesi economicamente sfavorevoli. Ne discende un assetto non privo di effetti distorsivi, nel quale l'impugnazione del contratto rischia di essere incentivata non già dall'esistenza di un vizio genetico percepibile al momento della conclusione, bensì dall'andamento successivo del mercato e dall'esito economico dell'investimento.

04 Il riferimento è a Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, che hanno affermato con nettezza la distinzione tra regole di comportamento e regole di validità, affermando che la violazione delle prime, di norma, non determina la nullità del contratto, ma la responsabilità risarcitoria dell'intermediario. In dottrina, sulla stessa linea, cfr. già A. Di Majo, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993; V. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, in *Contr. e impr.*, 2005.

05 Per un'analisi critica dello scivolamento verso la nullità come effetto della violazione di obblighi informativi, cfr. A. Perrone, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, che pone in evidenza il rischio di traslare sull'intermediario il rischio sistemico del mercato.

06 L'espressione "inversione dogmatica" è utilizzata da R. Lener - C. Cipriani, *op. cit.*, in relazione alla tendenza a ricondurre carenze informative alla struttura del contratto. Cfr. anche R. Lener - P. Lucantoni, *op. cit.*, ove si sottolinea che la carenza di disclosure su *mark to market* o costi impliciti attiene alla condotta e non alla meritevolezza della causa.

3. La recente giurisprudenza di legittimità

Le più recenti pronunce della Suprema Corte restituiscono un quadro articolato e non del tutto lineare, nel quale si intrecciano orientamenti talora convergenti, talora dissonanti. Ne emerge la percezione di una materia ancora in cerca di stabile assestamento sistematico, nella quale l'elaborazione giurisprudenziale, pur raffinata, non sembra ancora aver conseguito un approdo definitivamente consolidato. Proprio tale oscillazione rende evidente l'opportunità di un intervento normativo capace di offrire criteri ordinanti chiari e uniformi.

Da un primo versante interpretativo, si registra la tendenza a valorizzare alcuni elementi tecnici del contratto derivato (in particolare il *mark to market* e gli scenari probabilistici) quali componenti rilevanti della struttura negoziale, nella misura in cui essi consentirebbero di accertare l'esistenza di un'alea razionale. Quest'ultima viene intesa come consapevole e simmetrica percezione, da parte di entrambi i contraenti, della qualità e dell'intensità del rischio dedotto in contratto⁰⁷. In tale prospettiva, l'assenza o l'opacità di tali elementi non integrerebbe un semplice deficit informativo, ma inciderebbe sulla stessa meritevolezza dell'operazione e, quindi, sul piano genetico del negozio.

Accanto a tale impostazione, si colloca però un diverso indirizzo, volto a circoscrivere la portata entro limiti più rigorosi. In questa diversa prospettiva si afferma che la necessaria consapevolezza dell'alea non postula l'inserzione nel testo contrattuale di tutti i parametri tecnici rilevanti, potendo risultare sufficiente che l'investitore ne abbia acquisito effettiva conoscenza attraverso un apparato informativo adeguato e concretamente intelligibile. Soprattutto, viene ribadito che la nullità per indeterminazione o indeterminabilità dell'oggetto è configurabile soltanto ove difettino gli elementi essenziali necessari a identificare il contenuto delle reciproche prestazioni, e non già quando manchino informazioni ulteriori funzionali a una più penetrante comprensione del rischio economico dell'operazione. Parimenti, si esclude che tali carenze possano fondare automaticamente un rimedio risolutorio, trattandosi di profili che attengono alla fase formativa del consenso e non all'inadempimento di obbligazioni sorte dal con-

⁰⁷ Cass. Civ., Sez. I, ord. 3 febbraio 2026, n. 2262 (Pres. Di Marzio; Rel. Rolfi; SAPI S.p.A. c. Deutsche Bank S.p.A.), la quale ribadisce che l'IRS deve essere assistito da un'«alea razionale» intesa come consapevolezza della misura del rischio, e afferma che «l'assenza dell'alea razionale rende il contratto di IRS immeritevole: la sanzione è la nullità, in ciò dovendosi fare applicazione del dictum delle Sezioni Unite» (par. 3.1.8); ulteriormente, la pronuncia afferma che *mark to market* e scenari probabilistici «assumano carattere oggettivo, così da impregnare [...] la varietà di operazioni ricondotte sotto la generica etichetta di IRS» (par. 3.1.4), definendo gli scenari probabilistici come «individuazione dei fattori che vengono posti in rapporto all'interno della formula matematica che viene a determinare il *mark to market*» (par. 3.1.10). La Corte precisa altresì che la specificità nell'indicazione degli scenari probabilistici è proporzionale alla complessità dell'IRS (par. 3.1.11) e che la disciplina UE non contrasta con la necessità di tale disclosure.

tratto validamente concluso⁰⁸.

Questa tensione interna alla giurisprudenza di legittimità conferma, a mio avviso, che il sistema non può trovare un assestamento stabile in via meramente interpretativa. La materia richiede un intervento del legislatore che fissi con chiarezza i confini tra il piano della validità strutturale e quello della responsabilità da condotta.

La compresenza di queste linee interpretative, interne alla stessa giurisprudenza di legittimità, conferma come il sistema difficilmente possa trovare un equilibrio definitivo attraverso il solo strumento ermeneutico. Quando i confini tra invalidità strutturale e responsabilità da comportamento risultano affidati a soluzioni casistiche mutevoli, la prevedibilità delle decisioni si attenua e con essa la certezza del diritto. Per tale ragione, appare sempre più avvertita l'esigenza di un intervento legislativo che definisca con nettezza l'ambito dei requisiti di validità del contratto di investimento e distingua, in modo coerente, il diverso terreno dei rimedi conseguenti alla violazione degli obblighi di condotta dell'intermediario.

4. La dimensione oggettiva del prodotto e l'inefficienza del ripristino *ex ante*

Vi è un profilo di particolare rilievo che il dibattito civilistico tradizionale tende non di rado a sottovalutare, probabilmente perché affronta la questione mediante le sole categorie generali del contratto, senza considerare adeguatamente la peculiare fisiologia del mercato finanziario. Il fenomeno che qui viene in rilievo presenta, infatti, una struttura intrinsecamente duplice: accanto al rapporto sinallagmatico che lega intermediario e cliente, si colloca la dimensione oggettiva dello strumento finanziario, il quale non si esaurisce nel vincolo *inter partes*, ma si inserisce in un circuito di mercato, interagisce con controparti ulteriori, alimenta operazioni di copertura, compensazione o esposizione e produce effetti che trascendono la sfera immediata dei contraenti.

In tale contesto, la declaratoria di nullità integrale, con il correlato effetto ripristinatorio volto a ricondurre le parti alla situazione anteriore, rischia di atteggiarsi a rimedio strutturalmente inadeguato rispetto alla complessità del fenomeno regolato. Si tratta, in sostanza, di uno strumento concepito per governare il rapporto bilaterale tra i con-

⁰⁸ Cass. Civ., Sez. I, ord. 4 febbraio 2026, n. 2358 (Pres. Di Marzio; Rel. Catallozzo; Società agricola Scibetta di Scibetta Leonardo s.s. c. Intesa Sanpaolo S.p.A.), che colloca l'alea razionale «anzitutto e prevalentemente dal versante della meritevolezza» (par. 6.13), distinguendo il giudizio di meritevolezza da quello di liceità della causa o dell'oggetto (par. 6.16-6.17). L'ordinanza chiarisce poi che «la nullità di un contratto di IRS per indeterminabilità dell'oggetto può configurarsi solo quando manchino uno o più elementi necessari per l'individuazione del contenuto delle reciproche prestazioni, ma non anche quando difettano (altri) elementi finalizzati a consentire alle parti una più esatta comprensione del rischio assunto» (par. 6.19); che «la necessità che l'accordo [...] concerna anche la misura dell'alea [...] non richiede che le informazioni rilevanti [...] siano inserite all'interno del contratto», essendo sufficiente che esse siano state somministrate all'investitore (par. 6.33); e che «il mancato assolvimento dei menzionati doveri informativi [...] non si colloca sul piano della realizzazione del programma negoziale, quanto su quello genetico, la cui tutela, dunque, non è affidata al rimedio risolutorio» (par. 8.4).

traenti, ma scarsamente idoneo a misurarsi con la dimensione sistemica del prodotto finanziario, i cui effetti economici e giuridici si sono spesso già irradiati nel mercato e non risultano realisticamente reversibili mediante la sola eliminazione retroattiva del titolo contrattuale.

È anche per tale ragione strutturale, prima ancora che per considerazioni di politica legislativa, che appare preferibile orientarsi verso rimedi di natura risarcitoria per le violazioni degli obblighi comportamentali dell'intermediario. Tali strumenti consentono di assicurare tutela effettiva all'investitore che abbia subito un pregiudizio concreto, calibrando la risposta sulla perdita realmente patita, senza disconoscere né cancellare artificialmente gli effetti economici dell'operazione validamente immessa nel circuito del mercato.

5. Proposta di riforma dell'art. 23 TUF: razionalizzazione e tipizzazione dei rimedi

La proposta di revisione dell'articolo 23 del Testo Unico della Finanza⁰⁹, sebbene non abbia trovato ingresso nell'ultima stagione riformatrice¹⁰, continua a rappresentare, ad avviso di chi scrive, la soluzione più coerente per ricondurre l'ordinamento italiano entro coordinate maggiormente allineate al diritto dell'Unione e, al contempo, per restituire organicità sistematica a una materia cresciuta nel tempo per stratificazioni successive, spesso prive di un disegno unitario.

L'impianto della riforma muove da un criterio di razionalizzazione dei rimedi, fondato sulla netta distinzione tra i diversi piani di rilevanza giuridica. Da un lato, il piano della forma e della riserva di attività, cui si collegano la nullità e le conseguenti restituzioni. Dall'altro lato, il piano degli obblighi di condotta e trasparenza, cui si collega la sola responsabilità risarcitoria.

In questa prospettiva, la violazione delle regole di condotta gravanti sull'intermediario, ivi comprese quelle derivanti da disposizioni del diritto dell'Unione direttamente applicabili, non determinerebbe, in via generale, la nullità del contratto quadro né dei singoli atti esecutivi posti in essere nel suo ambito¹¹. Il rimedio sarebbe confinato sul terre-

⁰⁹ Si fa riferimento al documento di lavoro *"Proposta di riforma dell'art. 23 TUF – Sottogruppo Caprio-Lucantoni"*, elaborato nell'ambito dei lavori preparatori alla riforma del Testo Unico della Finanza. Il documento propone una riscrittura organica dell'articolo 23, con l'introduzione di nuovi commi volti a distinguere i rimedi applicabili a seconda della natura della violazione.

¹⁰ La razionalizzazione dell'art. 23 TUF risponde al criterio di delega di cui all'art. 19, comma 2, lett. I), della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali), che impone la coerenza con il diritto dell'Unione Europea e con gli atti delegati della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II).

¹¹ Tale principio è espressamente sancito dal proposto comma 4-ter dell'art. 23 TUF, il quale dispone che la violazione degli obblighi di condotta, trasparenza e correttezza – ivi compresi quelli derivanti dall'art. 21 TUF e da disposizioni del diritto dell'Unione europea direttamente applicabili – «non determina la nullità del contratto o dei singoli atti negoziali compiuti in esecuzione dello stesso». La norma è configurata come disposizione di interpretazione autentica, volta a escludere che le carenze informative possano incidere sulla causa o sull'oggetto contrattuale ai sensi degli artt. 1418 e 1325 c.c.

no della responsabilità, dove troverebbe la sua fisiologica sede anche il meccanismo allocativo dell'onere della prova, gravante sull'intermediario quanto alla dimostrazione dell'adempimento diligente degli obblighi informativi e comportamentali su di esso incombenti.

Per le ipotesi di maggiore gravità, nelle quali la violazione delle regole di condotta abbia inciso in modo sostanziale sull'equilibrio economico dell'operazione o ne abbia alterato il contenuto in danno del cliente, il modello riformatore prevede un correttivo specifico. In tali casi, l'operazione economica verrebbe imputata all'intermediario, salva la facoltà del cliente di ratificarla. In mancanza di ratifica, al cliente spetterebbe il diritto alla restituzione di quanto investito, detratti i vantaggi patrimoniali eventualmente conseguiti¹².

Sul versante della certezza dei rapporti giuridici, la riforma si segnala inoltre per l'introduzione di termini di decadenza e prescrizione chiari e predeterminati per l'esercizio delle azioni fondate sull'inosservanza delle regole di condotta. In tal modo si intende porre un limite al contenzioso promosso a distanza di molti anni dall'operazione, spesso in coincidenza con sopravvenienze di mercato sfavorevoli, fenomeno che incide negativamente sulla prevedibilità dei rapporti e produce effetti destabilizzanti sull'intero sistema finanziario¹³.

6. Conclusioni

In definitiva, la tutela dell'investitore non può essere affidata a un'estensione generalizzata e indifferenziata del rimedio della nullità. Una protezione realmente efficace si realizza, piuttosto, attraverso un sistema di rimedi coerente, prevedibile e proporzionato, capace di reagire al pregiudizio concretamente sofferto senza compromettere, oltre il necessario, la stabilità dei rapporti negoziali e la certezza dei traffici giuridici.

Ricondurre l'articolo 23 del Testo Unico della Finanza entro il perimetro di una responsabilità tipizzata e adeguatamente modulata significa, anzitutto, restituire centralità alla distinzione tra validità dell'atto e violazione delle regole di condotta: distinzione che rappresenta una delle acquisizioni più solide della nostra tradizione civilistica e che non dovrebbe essere obliterata per soddisfare finalità redistributive affidate ex post al giudizio invalidante.

Significa, inoltre, riallineare il sistema interno alla logica dell'ordinamento europeo dei

¹² Il meccanismo della "ratifica" e il rimedio restitutorio "al netto delle utilità ritratte" sono disciplinati dal proposto comma 4-quater dell'art. 23 TUF, per le ipotesi di grave violazione nella negoziazione per conto proprio, esecuzione o trasmissione di ordini. Sul rimedio risarcitorio come strumento più equilibrato per la gestione delle asimmetrie informative, con valorizzazione del nesso causale e dell'eventuale concorso dell'investitore, cfr. R. Lener - P. Lucantoni, *op. cit.*

¹³ I termini di decadenza (un anno dalla conoscenza dell'esecuzione) e di prescrizione (cinque anni dalla denuncia) sono introdotti dal proposto comma 6-bis dell'art. 23 TUF, che si affianca all'art. 23, comma 6, il quale mantiene in capo al soggetto abilitato l'onere di provare di aver agito con la specifica diligenza richiesta dalla natura professionale dell'attività.

servizi di investimento, fondato su un modello di armonizzazione che richiede uniformità regolatoria, prevedibilità applicativa e neutralità concorrenziale tra gli operatori del mercato unico. In tale quadro, la disciplina dei rimedi non è questione meramente tecnica, ma componente essenziale della competitività dell'ordinamento e dell'affidabilità complessiva del mercato nazionale.

Per queste ragioni, la revisione dell'articolo 23 TUF appare non soltanto opportuna, ma necessaria. Essa costituisce il passaggio indispensabile per superare le attuali incertezze interpretative e per restituire alla materia un assetto sistematico più razionale, equilibrato e coerente con i principi europei. Questa, ad avviso di chi scrive, è la direttrice lungo la quale il legislatore sarà prima o poi chiamato a muoversi.

Le nullità dei contratti di investimento come strumento di protezione degli investitori

PAOLO PALMISANO

Responsabile dell'Ufficio Consulenza e Contenzioso Intermediari e Mercati,
nell'ambito della Consulenza Legale, Consob

*Tra gli strumenti di tutela che l'ordinamento appresta a favore dei clienti degli intermediari mobiliari, le nullità dei contratti di investimento assumono indubbiamente un rilievo centrale.

Il plurale è d'obbligo, posto che numerose e variegate sono le ipotesi di violazione delle regole negoziali alle quali l'ordinamento espressamente ricollega la nullità dell'accordo, ferma restando la possibilità – tutt'altro che teorica, vista l'ampia casistica registrata dalla giurisprudenza, anche di legittimità – che il singolo contratto venga dichiarato nullo allorché ricorrano i presupposti di cui all'art. 1418, primo e secondo comma, ovvero in quanto lo schema negoziale non risulti diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela, come previsto dall'art. 1322, secondo comma, cod. civ.. Come ci si accinge ad osservare, queste ultime forme di nullità costituiscono strumenti di tutela dell'investitore non certo meno importanti di quelle che la legge espressamente commina a fronte della violazione di specifici precetti normativi.

Le forme di nullità espressamente previste dal D.Lgs. n. 58 del 1998 appartengono, secondo la *communis opinio*, alla categoria delle cosiddette "nullità di protezione" (di cui esse costituiscono sicuramente il paradigma di riferimento della categoria, ormai pacificamente assunta nella tassonomia delle forme di invalidità dei contratti), ovvero sia a quei casi di invalidità la cui preordinazione alla tutela dell'investitore ha indotto il legislatore ad introdurre espressamente una significativa deroga al modello legale della nullità codicistica, segnatamente sul piano della legittimazione all'azione di nullità, conferita espressamente – in deroga all'art. 1421 cod. civ. – al solo cliente dell'intermediario. Da qui il ricorrente utilizzo dell'espressione "nullità relative".

*Le opinioni espresse non impegnano l'Istituto di appartenenza.

Peraltro, lo scostamento di siffatte nullità dallo schema generale della nullità di diritto comune è più ampio di quanto possa sembrare dalla lettura della legge.

In generale, ove riferita ai contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, i cc.dd. “contratti quadro”, la nullità contemplata dall’art. 23, comma 1, del D.Lgs. n. 58 del 1998 per l’ipotesi del difetto di forma scritta produce *inter partes* il suo effetto tipico (eccezion fatta, come detto, per il solo regime di legittimazione alla proposizione della domanda), ovvero sia l’inefficacia del negozio. Altrettanto è a dirsi per altri contratti di investimento, quali i contratti derivati OTC che generano obbligazioni in capo al cliente e all’intermediario che ha “costruito” il derivato in favore del cliente; anche in questo caso, al ricorrere dei presupposti di legge, il contratto è nullo e pertanto inefficace, secondo lo schema tipico della nullità codicistica. Agevolmente riconducibili al paradigma codicistico della nullità sono anche altre ipotesi contemplate *expressis verbis* dal Testo unico, quale il rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente (art. 23, comma 2) o i casi di nullità del contratto di gestione di portafogli (art. 24), che generano ipotesi di nullità parziale agevolmente riconducibili, anche *quoad effectum*, al paradigma legale dell’art. 1419 cod. civ..

In alcuni casi, invece, la nullità può avere ad oggetto operazioni concluse e regolate nell’ambito di una sede di negoziazione. Si pensi agli ordini di investimento in strumenti finanziari eseguiti in esecuzione di un “contratto quadro” nullo per difetto di forma, anch’essi travolti da nullità⁰¹; si pensi altresì al caso disciplinato dall’ art. 25-*quater* del D.Lgs. n. 58 del 1998, che afferma la nullità dei contratti (destinati ad essere eseguiti nell’ambito di un sistema di regolamento) stipulati da clienti *retail* aventi ad oggetto obbligazioni subordinate emesse da banche di valore unitario inferiore a quello stabilito dall’art. 12-*ter* del Testo unico bancario⁰². Tali operazioni potrebbero essere (*rectius*, di regola sono) concluse tra soggetti diversi dalle parti del “contratto quadro” e, in ogni caso, il loro regolamento è intangibile in base al D.Lgs. n. 210 del 2001, il cui art. 2, comma 3, stabilisce che “Nessuna azione, compresa quella di nullità, può pregiudicare nei confronti del sistema la definitività degli ordini di trasferimento”.

In questi ultimi casi, la realizzazione degli effetti tipici della nullità richiede una sequenza di comportamenti finalizzati a rendere l’assetto finale dei rapporti equivalente a tali effetti (ad esempio, il trasferimento dei titoli all’intermediario al prezzo di acquisto, o la

⁰¹ Cfr. Cass. S.U. 4 novembre 2019, n. 28314 sulla nullità degli ordini esecutivi impartiti in esecuzione di un “contratto quadro” nullo ex art. 23 e sulla possibilità per il cliente di “selezionare” le singole operazioni esecutive di cui chiedere la declaratoria di nullità.

⁰² Si osserva *per incidens* come tale previsione comporti, sul piano sistematico, difficoltà interpretative ed applicative con riferimento agli effetti del collocamento in favore della clientela *retail* di altre tipologie di strumenti finanziari che sono soggetti a limiti minimi di controvalore (ad esempio, investimenti della clientela *retail* in FIA riservati sotto la soglia prevista dall’art. 14 del DM n. 30/2015). Nei casi diversi da quelli disciplinati dall’art. 25-*quater* del TUF, e alla luce di quanto previsto da quest’ultima norma, la sorte del contratto concluso da un investitore al dettaglio e avente ad oggetto un investimento sotto-soglia appare incerta.

rivendita degli stessi al prezzo corrente e il pagamento del differenziale; la compensazione con le eventuali cedole, ecc.).

Quindi, le nullità relative sono esclusivamente il risultato della scelta del legislatore di accordare alla parte debole (e solo ad essa) gli effetti integralmente ripristinatori che solo la (imprescrittibile) azione di nullità può garantire, a prescindere dalle modalità di realizzazione dell'effetto.

Se, quindi, le nullità relative espressamente previste dal TUF mirano a realizzare sul piano pratico gli effetti tipici della nullità di diritto comune (giacché il contratto non può, financo per espressa previsione di legge, essere dichiarato nullo), il modello "classico" della nullità si ritrova in quei casi, cui l'ordinamento mobiliare non dedica previsioni espresse, in cui il contratto è nullo in ragione di un *deficit* strutturale (giacché ricorre una o più delle ipotesi indicate nell'art. 1418, secondo comma, cod.civ.), o funzionale (in quanto il negozio non è diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela).

La diffusa elaborazione giurisprudenziale delle ipotesi codicistiche dei contratti di investimento consente di annoverare anche tali ipotesi di nullità "non scritte" (e non solo i casi di nullità previsti espressamente a livello di normativa di settore) tra le forme di tutela degli investitori.

In argomento, l'approdo delle Sezioni unite della Corte di Cassazione nelle sentenze cc.dd. "gemelle" n. 26724 e 26725 del 2007 – sintetizzabile nell'assunto per cui nell'ordinamento mobiliare *"non è dato assolutamente rinvenire indici univoci dell'intenzione del legislatore di trattare sempre e comunque le regole di comportamento, ivi comprese quelle concernenti i doveri d'informazione dell'altro contraente, alla stregua di regole di validità degli atti"* – non ha impedito alla giurisprudenza successiva di spostare l'angolo di visione da quello del comportamento dell'intermediario in sede di esecuzione del contratto concluso con il cliente (che di regola, salvi i casi diversamente disciplinati dalla legge, dà vita ad un'ipotesi di inadempimento contrattuale) a quello della struttura e funzione del prodotto, da esaminare e valutare nella fase genetica del contratto che lo incorpora e lo disciplina.

Così, il contratto ben può essere verificato nella sua (in)idoneità a perseguire interessi meritevoli di tutela; verifica che, se negativa, conduce irrimediabilmente alla nullità radicale ed assoluta del contratto. E nella prospettiva della meritevolezza degli interessi perseguiti, obblighi che sono dalla legge posti a carico dell'intermediario possono asurgere ad elementi strutturali dell'accordo e travalicare l'ambito dell'adempimento (o inadempimento) del contratto per divenire elemento intrinseco della causa negoziale.

La giurisprudenza ha affermato la nullità principalmente di due tipologie di prodotti, in entrambi i casi contratti atipici (frutto della evoluzione della prassi negoziale) che, in base all'art. 1322, secondo comma, cod. civ., sono stati ritenuti invalidi giacché diretti a realizzare interessi non meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico.

Il più noto è quello che ha riguarda gli *Interest Rate Swap* (IRS).

Con una “storica” sentenza a Sezioni Unite, n. 8770 del 2020 (comunemente chiamata “Comune di Cattolica”), la Corte di Cassazione ha affermato che gli IRS perseguono interessi meritevoli di tutela solo se si è in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell’alea (solo così il derivato diventa una “scommessa razionale”, meritevole, e non una scommessa di pura abilità non ammessa). Affinché si realizzi la funzione di gestione del rischio finanziario, costituiscono elementi intrinseci all’accordo la definizione del *mark to market* e l’illustrazione degli scenari probabilistici, che così non costituiscono oggetto di meri obblighi informativi in capo all’intermediario ma divengono elementi strutturali dell’accordo e dunque profili su cui verificare l’ammissibilità del negozio.

A questa sentenza sono seguite ulteriori decisioni, anche recenti, che hanno affrontato il tema delle condizioni di liceità degli IRS non solo nel caso in cui la controparte dell’intermediario sia un ente pubblico, ma un privato. Nelle ordinanze nn. 2262 e 2358 del 2026, la S.C. ha ribadito che l’indeterminatezza del *mark to market* e dei suoi criteri di determinazione “*si traduce in un vizio funzionale originario dell’operazione contrattuale e cioè in un vizio causale*” che rende il contratto immeritevole di tutela e quindi nullo⁰³.

Meno noto – ma non per questo non significativo ai fini della presente analisi – è un secondo insieme di decisioni che, a partire dalla sentenza della Corte di Cassazione n. 22950 del 2015, ha esaminato la validità di alcuni prodotti ingegnerizzati da una banca e da essa collocati presso la propria clientela al dettaglio come strumenti a contenuto asseritamente previdenziale⁰⁴. Anche tali contratti non hanno superato indenni il vaglio di meritevolezza. Secondo la S.C., a connotare in termini di nullità tali contratti hanno concorso: a) l’*“inidoneità ad espletare una funzione commisurata sugli interessi concretamente perseguiti dalle parti”* (da qui la nullità di un contratto presentato come connotato da una funzione previdenziale ma in realtà inidoneo a perseguire tale fine); b) l’assenza di una “*situazione di alea bilaterale*” (giacché il contratto traslava i rischi ad esso impliciti in capo al solo investitore); c) l’esistenza di un “*deficit informativo strutturale*”, non colmabile con la puntuale osservanza di doveri a contenuto informativo.

⁰³ Le sentenze del 2026 hanno introdotto un temperamento rispetto alla sentenza “comune di Cattolica” (il cui rigore discende indubbiamente anche dalla peculiarità soggettiva della controparte dell’intermediario nel contratto di *swap*): nelle ordinanze da ultimo depositate, si afferma che il *mark to market* deve essere desumibile dall’insieme delle previsioni contrattuali e che non è necessario, ai fini della declaratoria di nullità, che nel contratto siano riscontrabili parametri “*talmente articolati e complessi da essere ipertrofici e in fin dei conti controproducenti*” e nell’ipotesi di IRS di copertura *plain vanilla* potrebbe anche mancare l’indicazione del MTM si basi “*su modelli diffusi e di largo impiego*”.

⁰⁴ Ci si riferisce in particolare al contratto denominato “My Way”, fondato su operazioni tra loro collegate, consistenti nell’erogazione, da parte della banca al cliente, di un mutuo trentennale a tasso fisso, da estinguersi in rate mensili, per l’acquisto immediato di strumenti finanziari gestiti o emessi dalla stessa banca, o da sue controllate, e contestualmente costituiti in pegno in favore della mutuante a garanzia del rimborso del finanziamento. Per alcuni aspetti, a tale prodotto è simile il contratto denominato “4You”, anch’esso nullo in quanto inidoneo a realizzare interessi meritevoli di tutela (cfr. Cass. n. 25630 del 2017).

Ora, è possibile affermare che gli orientamenti giurisprudenziali cui sui è appena fatto sommariamente cenno escludano la validità dei contratti di investimento quando essi siano inidonei a soddisfare l'interesse dell'investitore quantomeno sotto due aspetti essenziali: l'equilibrio delle prestazioni sul piano sinallagmatico e nella ripartizione del rischio (soprattutto in un contesto caratterizzato da un intrinseco squilibrio tra la forza negoziale del cliente e quella dell'intermediario che "ingegnerizza" il prodotto collocato presso la propria clientela), e la necessità originaria di una comprensibilità intrinseca del contratto, al punto da far assurgere il contenuto minimo essenziale dell'informativa dovuta al cliente ad elemento strutturale della fattispecie negoziale. Il contratto di investimento che non soddisfa questi due requisiti è nullo in quanto non realizza, sul piano contrattuale, il principale obbligo posto a carico dei soggetti abilitati, ovverosia quello di *"comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti"* (art. 21, comma 1, lett. a), del TUF). Come affermato dalla Corte di Cassazione nella sentenza n. 19013 del 2017, la *"norma guida dell'art. 21 TUF"* si manifesta rilevante – al pari delle norme regolamentari che ne hanno dato attuazione – *"prima di tutto per lo svolgimento della valutazione di meritevolezza di cui alla norma dell'art. 1322 cod. civ."*.

In conclusione, le nullità dei contratti di investimento espressamente poste dall'ordinamento di settore e quelle che discendono dall'applicazione dei parametri di meritevolezza posti dalle norme del diritto comune costituiscono – nella elaborazione giurisprudenziale che le ha configurate – indubbie componenti dell'apparato di protezione dell'investitore. Esse rappresentano una forma necessaria di tutela del risparmiatore nei casi – estremi, ma non irrealizzabili – nei quali l'assetto negoziale (di fatto predefinito unilateralmente dal contraente più forte) è intrinsecamente e strutturalmente inidoneo a soddisfare l'interesse dell'investitore, oggetto di protezione anche costituzionale; nei casi-limite in cui il contratto è connotato da un siffatto *deficit* strutturale, l'inefficacia del contratto tra le parti e l'effetto integralmente ripristinatorio della situazione *quo ante*, tipici della nullità, costituiscono una "rete di protezione" destinata ad integrare sia il complesso delle regole di condotta poste a carico dei soggetti abilitati, sia gli strumenti di vigilanza e intervento previsti dalla vigente normativa nazionale e comunitaria, ivi compresi quelli previsti dall'art. 7-bis del TUF e dal Regolamento (UE) n. 600/2014 che consistono nel potere di vietare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di strumenti finanziari aventi particolari caratteristiche specifiche, ma che non presentano profili di interferenza o sovrapposizione con la disciplina, generale e speciale, della invalidità dei contratti di investimento.

La riforma della gestione collettiva del risparmio

FILIPPO ANNUNZIATA

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università Bocconi

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il quadro della delega. - 3. Le nuove categorie soggettive. - 4. La nuova disciplina della Sgr. - 5. La società di partenariato. - 6. I GEFIA sotto soglia registrati. - 7. Il rafforzamento della separazione patrimoniale. - 8. Le ulteriori modifiche alla disciplina delle Sicav e Sicaf. - 9. L'oggetto dell'investimento degli OICR. - 10. Il riparto di competenze fra Banca d'Italia e Consob. - 11. La gestione delle crisi. - 12. Le disposizioni transitorie. - 13. Il d.lgs. n. 39/2026 di recepimento della direttiva AIFMD II. - 14. Valutazioni conclusive.

1. Premessa

La riforma della gestione collettiva del risparmio nel "nuovo TUF", approvata nella sua versione definitiva il 25 marzo 2026, dà attuazione alla delega conferita al Governo dalla legge 5 marzo 2024, n. 21, comunemente nota come legge capitali. Essa è integrata dal d.lgs. 13 marzo 2026, n. 39, di recepimento della direttiva (UE) 2024/927 cosiddetta AIFMD II-UCITS VI. Pur incidendo sull'intero impianto del Testo Unico della Finanza, la riforma concentra le sue novità più strutturali proprio sul versante della gestione collettiva. In tale ambito essa introduce nuove figure soggettive, razionalizza il sistema degli albi e dei registri, rafforza il regime di separazione patrimoniale e ridefinisce i confini delle competenze di vigilanza fra Banca d'Italia e Consob.

2. Il quadro della delega

L'art. 19 della legge n. 21/2024 ha conferito al Governo una delega di insolita ampiezza. Essa si articola attorno a quattro direttrici principali: il sostegno all'accesso delle imprese al capitale di rischio; la semplificazione della disciplina di emittenti e intermediari; il finanziamento integrato delle imprese in tutte le fasi del loro ciclo di vita, con particolare attenzione al private equity e al venture capital; il rafforzamento dell'at-

trattività internazionale del sistema. Sul piano dei principi direttivi, tali direttrici si traducono in indicazioni puntuali. Vi figurano la razionalizzazione del coordinamento del TUF con il TUB, il Codice delle Assicurazioni e le altre fonti correlate, la riduzione del gold-plating mediante eliminazione degli obblighi non imposti dal diritto dell'Unione, la codificazione esplicita del principio di proporzionalità nella vigilanza, la ridefinizione delle competenze fra Banca d'Italia e Consob e, infine, il riconoscimento dello sviluppo sostenibile fra i principi-guida che le Autorità sono tenute a osservare nell'esercizio dei poteri regolamentari.

3. Le nuove categorie soggettive

Il primo asse portante della riforma è la ristrutturazione del sistema dei soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione collettiva. La rielaborazione dell'art. 1 TUF possiede valore propriamente sistematico. La Sicav viene declinata in tre varianti, corrispondenti rispettivamente alla gestione interna, alla gestione interna autorizzata e alla gestione esterna. La Sicaf si articola in quattro figure, con l'aggiunta della variante sotto soglia registrata. Alle figure tradizionali si affianca poi la nuova società di partenariato, parimenti declinata in quattro varianti analoghe a quelle della Sicaf. Quanto alla società di gestione del risparmio, la riforma distingue ora tra Sgr autorizzata, iscritta nell'albo dell'art. 35 TUF, e Sgr sotto soglia registrata, iscritta nel registro di cui all'art. 35-quaterdecies TUF. La portata sistematica di tale rielaborazione si coglie nell'introduzione di due categorie omnicomprensive che attraversano in senso trasversale l'intera disciplina. La prima è quella del gestore autorizzato, che racchiude la Sgr autorizzata, la Sicav e la Sicaf in gestione interna autorizzata, la società di partenariato in gestione interna autorizzata, il gestore di ELTIF, il gestore di FCM e i gestori di EuVECA ed EuSEF italiani. La seconda è quella del GEFIA sotto soglia registrato, che comprende la Sgr, la Sicaf e la società di partenariato sotto soglia registrate, soggette a un regime nettamente più snello fondato sulla mera registrazione. Si segnala, infine, che per la prima volta viene codificata nel TUF la definizione di private equity e di venture capital, scelta non meramente descrittiva ma sistematica, in quanto delimita l'oggetto esclusivo della società di partenariato.

4. La nuova disciplina della Sgr

La disciplina della società di gestione del risparmio è ampiamente rivisitata, sia sul piano definitorio sia su quello operativo. Le Sgr iscritte nell'albo della Banca d'Italia assumono la nuova denominazione di Sgr autorizzate, in modo da distinguerle dalle Sgr sotto soglia registrate. L'art. 33, comma 2, TUF amplia in misura significativa il catalogo delle attività esercitabili, che ricomprende ora i prodotti pensionistici individuali paneuropei, la commercializzazione di quote o azioni di OICR in generale (e non più soltanto di quelli gestiti dalla stessa Sgr) e il servizio di ricezione e trasmissione ordini, ai sensi dell'art. 33, comma 4, TUF come modificato dall'art. 3, comma 1, lett. c), n. 5, del d.lgs. 47/2026. Tale servizio è ora esteso anche ai gestori di OICR di tipo UCITS, laddove in precedenza era riservato ai soli gestori di OICR alternativi. Sul versante della vigilanza, alla Banca d'Italia è attribuita la competenza esclusiva sulla valutazione dei

requisiti dell'art. 13 TUF, in quanto attinenti alla sana e prudente gestione. Ne consegue la soppressione di numerosi pareri Consob in procedimenti rimasti di competenza esclusiva della Banca centrale, fra i quali spiccano l'autorizzazione di cui all'art. 34 TUF e la nomina del depositario di cui all'art. 26 TUF. A tale razionalizzazione si accompagna l'introduzione, nel nuovo art. 3-bis TUF, dell'istituto del *ruling preventivo*: strumento di certezza del diritto da tempo invocato dalla prassi, idoneo a ridurre tanto i costi di compliance quanto il rischio regolatorio.

5. La società di partenariato

Fra le innovazioni della riforma, quella più strutturalmente nuova è senza dubbio l'introduzione della società di partenariato. Si tratta di una figura giuridica del tutto inedita nell'ordinamento italiano, ispirata alla *limited partnership* di tradizione anglosassone e all'omologa francese *société de libre partenariat*. Definita dall'art. 1, comma 1, lett. i-quater.1) TUF, essa è un OICR chiuso costituito in forma di società in accomandita per azioni, con sede legale e direzione generale in Italia, avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del *private equity* e del *venture capital*. La struttura risponde alla logica del partenariato anglosassone, fondata sulla distinzione fra accomandatari, corrispondenti ai *general partners*, e accomandanti, corrispondenti ai *limited partners*. Sul piano soggettivo, la società di partenariato è classificata come FIA italiano riservato ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. m-quater) TUF. La partecipazione spetta dunque agli investitori professionali, ferma la possibilità di accesso per gli investitori non professionali muniti di un portafoglio finanziario non inferiore a cinque milioni di euro e disposti a un investimento minimo di cinquecentomila euro. Sul piano operativo, essa può configurarsi in quattro varianti: gestione interna autorizzata; gestione interna sotto soglia registrata; gestione esterna affidata a una Sgr autorizzata o a un gestore EuVECA o EuSEF; gestione esterna affidata a un GEFIA stabilito in altro Stato membro.

La disciplina della società di partenariato in gestione interna autorizzata è dettata dal nuovo art. 35-novies.1 TUF. La norma ne subordina l'autorizzazione al ricorrere di condizioni puntuali, fra le quali la forma di società in accomandita per azioni dotata di collegio sindacale, la sede nel territorio della Repubblica, un capitale sociale almeno pari a quello previsto dall'art. 2327 c.c., l'idoneità degli esponenti ai sensi dell'art. 13 TUF e l'adozione di uno statuto a oggetto esclusivo. Le società così autorizzate sono iscritte in apposito albo previsto dall'art. 35-novies.2 TUF. Specularmente, il nuovo art. 38-bis TUF disciplina la società di partenariato in gestione esterna. Esso prevede al comma 6 che, in caso di scioglimento del contratto o di liquidazione del gestore esterno, la mancata sostituzione entro due mesi determini lo scioglimento della società stessa, a tutela della continuità della gestione. Alla società di partenariato si accompagna una serie significativa di deroghe alle norme codicistiche. Non si applicano le disposizioni sulla costituzione per pubblica sottoscrizione di cui agli artt. 2333-2336 c.c., quelle sulla conversione di obbligazioni in azioni di cui all'art. 2453 c.c. e quelle sulle modificazioni dell'atto costitutivo di cui all'art. 2460 c.c. Il diritto di recesso è limitato a cause tassa-

tive in deroga all'art. 2437 c.c. Non si applicano, infine, le norme sui patrimoni destinati a specifici affari di cui agli artt. 2447-bis ss. c.c. Si tratta di un complesso di scelte che plasma la società di partenariato come strumento autenticamente nuovo, distinto tanto dalla società in accomandita per azioni di diritto comune quanto dalle altre figure dell'ordinamento finanziario.

6. I GEFIA sotto soglia registrati

Altrettanto significativa è l'introduzione del regime dei GEFIA sotto soglia registrati. Esso sostituisce e razionalizza il preesistente regime dei gestori sotto soglia di cui all'art. 35-undecies TUF, abrogato dalla riforma, e quello delle Società di Investimento Semplice, parimenti soppresso. La disciplina nazionale viene così allineata all'art. 3, par. 2, della direttiva 2011/61/UE, eliminando un caso plateale di gold-plating. Il legislatore, tuttavia, è andato ben oltre quanto strettamente necessario, avendo disegnato per i GEFIA registrati riservati a investitori professionali un regime di vigilanza estremamente semplificato. Le condizioni di accesso sono fissate dall'art. 35-quaterdecies, comma 1, lett. e) TUF. Il valore totale delle attività dei FIA gestiti non deve superare cento milioni di euro, soglia elevata a cinquecento milioni qualora i FIA gestiti non facciano ricorso alla leva finanziaria e non sia consentito agli investitori l'esercizio del diritto di rimborso per cinque anni. Ai fini del calcolo si tiene conto anche dei FIA gestiti dalla società controllante e dai soggetti da questa controllati o sotto comune controllo, in una previsione antiaggiramento volta a impedire la frammentazione artificiale dell'attività. I GEFIA sotto soglia registrati non rientrano fra i soggetti abilitati di cui all'art. 1, comma 1, lett. r) TUF e sono assoggettati ai poteri tassativamente individuati dagli artt. 35-septiesdecies e 35-sexiesdecies TUF, in linea con l'art. 25 della direttiva 2011/61/UE. L'assetto è coerente con la limitata rilevanza sistemica di tali gestori e con il principio di proporzionalità, ed esclude la vigilanza prudenziale e di condotta a livello individuale. Si tratta di una scelta deliberata, volta a ridurre i costi di ingresso e a favorire lo sviluppo di nuovi operatori. A fronte della minore intensità della vigilanza, il legislatore ha però imposto ai GEFIA registrati limiti operativi non trascurabili: il divieto di istituire strutture master-feeder, l'impossibilità per i gestori autorizzati di delegare loro la gestione del portafoglio o dei rischi ai sensi dell'art. 35-duodecies TUF, oltre a obblighi di disclosure rafforzati.

7. Il rafforzamento della separazione patrimoniale

Il tema della separazione patrimoniale costituisce uno degli assi portanti della disciplina degli organismi di investimento collettivo, e proprio su di esso la riforma è intervenuta in modo particolarmente incisivo. L'obiettivo perseguito è duplice: superare le incertezze interpretative che animavano il dibattito dottrinale e giurisprudenziale, ed estendere in modo uniforme il regime a tutte le forme organizzative attraverso le quali è consentita la prestazione del servizio. La nuova formulazione dell'art. 36, comma 4, TUF riferisce esplicitamente la separazione anche ai comparti del medesimo fondo, eliminando ogni dubbio sulla loro piena autonomia patrimoniale. Essa circoscrive, inoltre, la responsabilità della Sgr alle obbligazioni relative alla gestione del fondo o del

singolo comparto, formulazione tale da ricomprendere espressamente le obbligazioni di natura tributaria e quelle extracontrattuali. L'inammissibilità delle azioni dei creditori è estesa non solo alla Sgr e al depositario ma anche agli altri comparti, escludendo qualsiasi forma di contagio patrimoniale. Per le Sicav e Sicaif in gestione interna, i nuovi commi 6-ter e 6-quater dell'art. 35-bis TUF dettano una disciplina specifica e rafforzata. Ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo distinto a tutti gli effetti dal patrimonio generale e dagli altri comparti. La società risponde delle obbligazioni relative alla gestione del singolo comparto, incluse quelle tributarie, esclusivamente con il patrimonio del comparto stesso, in linea con quanto disposto dall'art. 21, par. 12, AIFMD e dall'art. 22 UCITS. Per le Sicav e Sicaif in gestione esterna, l'art. 38, commi 3 e 3-bis, TUF introduce un regime analogo. Sotto il profilo dogmatico, le innovazioni si innestano nel mai sopito dibattito sulla natura giuridica del fondo comune, segnato dal leading case di Cass., Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, confermato da Cass., Sez. I, n. 12062/2019 e da Cass. n. 4741/2023, secondo cui il fondo è patrimonio separato della Sgr. La riforma non risolve esplicitamente la questione della soggettività, lasciandola affidata all'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale. Tuttavia, attribuendo al patrimonio del fondo le obbligazioni gestorie, incluse quelle tributarie, in deroga al principio dell'art. 2740 c.c., essa rafforza in misura significativa l'autonomia del fondo. Il regime ne risulta avvicinato a quello degli OICR societari dotati di personalità giuridica, a privilegio della tutela sostanziale degli investitori sulla coerenza con le categorie civilistiche tradizionali.

8. Le ulteriori modifiche alla disciplina delle Sicav e Sicaif

La riforma interviene altresì sulla disciplina delle Sicav e delle Sicaif, adeguandola alla nuova architettura della gestione collettiva. Centrale è la distinzione fra gestione interna ed esterna. Alle Sicav e Sicaif in gestione interna autorizzate è richiesta una struttura organizzativa adeguata, dotata di sistema di controllo interno e di risorse umane e tecniche sufficienti per esercitare autonomamente l'attività. Quelle in gestione esterna, invece, delegano l'attività gestoria a un soggetto esterno e si configurano come fondi senza gestore proprio. Gli artt. 35-quater e 35-quinquies TUF dettano regole più flessibili in materia di capitale e azioni e introducono la nozione di patrimonio generale, ossia il complesso di beni e rapporti facenti capo alla società e non imputati ai singoli comparti, preordinato allo svolgimento delle attività societarie nel loro complesso. Per le Sicav in gestione interna, il rimborso delle azioni a fronte dei conferimenti che costituiscono il patrimonio generale è autorizzato dalla Banca d'Italia. Per le Sicaif in gestione interna con comparti, non si applica l'art. 2438 c.c. limitatamente alle azioni di comparto. Per le Sicav con comparti è espressamente ammessa la distribuzione di proventi del singolo comparto anche in assenza di utili complessivi, previa asseverazione del revisore. Per le Sicav e Sicaif in gestione esterna, infine, l'art. 38, comma 5, TUF, in attuazione dell'art. 8 AIFMD, addossa al gestore esterno la responsabilità del rispetto dei doveri previsti dalla normativa anche nei confronti delle Autorità di vigilanza.

9. L'oggetto dell'investimento degli OICR

Una disciplina più organica è dettata dal nuovo art. 39-bis TUF in materia di oggetto dell'investimento, in sostituzione del previgente rinvio contenuto nell'art. 1, comma 1, lett. k) TUF. La norma elenca analiticamente le categorie di beni in cui può essere investito il patrimonio dell'OICR. Vi rientrano gli strumenti finanziari negoziati e non negoziati, i depositi bancari di denaro, i beni immobili e i diritti reali immobiliari (ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori), le partecipazioni in società immobiliari, le parti di altri FIA immobiliari anche esteri, i crediti e i titoli rappresentativi di crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR nella forma del cosiddetto direct lending e disciplinati dagli artt. 46-bis ss. TUF come modificati dal d.lgs. 39/2026. Chiude il catalogo, in via residuale, una categoria riferita ad altri beni dotati di mercato e di valore determinabile con periodicità almeno semestrale. La nuova formulazione consente di individuare con maggiore precisione il perimetro degli investimenti ammissibili per ciascuna tipologia di OICR.

10. Il riparto di competenze fra Banca d'Italia e Consob

La razionalizzazione del riparto di competenze fra Banca d'Italia e Consob in materia di gestione collettiva costituisce uno degli aspetti di maggior rilievo strutturale della riforma. Alla Banca d'Italia sono attribuite, in via esclusiva, la valutazione dei requisiti dell'art. 13 TUF, l'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva da parte delle Sgr (art. 34 TUF), delle Sicav e Sicaf in gestione interna (art. 35-bis TUF) e delle società di partenariato in gestione interna (art. 35-novies.1 TUF), nonché la nomina e la revoca del depositario (art. 26 TUF), prima di competenza Consob. Spettano altresì alla Banca d'Italia la gestione del registro dei GEFIA sotto soglia e la vigilanza sul rischio sistemico riconducibile alla loro attività. Alla Consob spetta, simmetricamente, la competenza esclusiva sulla commercializzazione degli OICVM nell'Unione europea ai sensi degli artt. 40 ss. TUF, in coerenza con il suo ruolo di NCA per i profili di commercializzazione previsti dalle direttive UCITS e AIFMD. Restano ferme, accanto a queste, le competenze proprie in materia di tutela degli investitori, di comunicazione al pubblico e di condotta dei gestori nei confronti della clientela. A questa rinnovata simmetria di competenze si aggiunge l'istituto del ruling preventivo introdotto dall'art. 3-bis TUF, che risponde a un'esigenza concreta di certezza del diritto e completa il disegno di una vigilanza più efficiente e dialogante con i soggetti regolati.

11. La gestione delle crisi

Sul versante della gestione delle crisi degli intermediari, la riforma disegna un sistema differenziato in funzione della tipologia e della rilevanza sistemica del soggetto. Le Sgr autorizzate, le Sicav, le Sicaf e le società di partenariato autogestite restano assoggettate al quadro completo della crisi degli intermediari finanziari, comprensivo dell'amministrazione straordinaria di cui all'art. 56 TUF e della liquidazione coatta amministrativa di cui all'art. 57 TUF. Il nuovo art. 35-terdecies TUF disciplina la revoca dell'autorizzazione, che costituisce causa di scioglimento della società e impone la liquidazione o ces-

sione degli OICR gestiti entro sessanta giorni dalla comunicazione del provvedimento. Gli OICR societari in gestione esterna sono invece esclusi dall'amministrazione straordinaria e dalla liquidazione coatta. Tale scelta è coerente con il principio per cui la responsabilità gestoria, e con essa la rilevanza ai fini della vigilanza prudenziale, ricade sul gestore esterno, mentre la società veicolo è essenzialmente un contenitore degli asset degli investitori. Anche i GEFIA sotto soglia registrati sono esclusi da entrambe le procedure: la loro eventuale crisi è disciplinata dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza di cui al d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, mentre il nuovo art. 57-quater TUF ne regola le specifiche modalità applicative. Riveste poi rilievo non secondario la previsione che consente al gestore autorizzato di accedere agli strumenti del Codice, dalla composizione negoziata al piano attestato di risanamento, per conto del FIA gestito, valorizzando in tal modo le tecniche di prevenzione della crisi nell'interesse dei partecipanti al fondo.

12. Le disposizioni transitorie

L'entrata in vigore della riforma è scaglionata. Il decreto entra in vigore decorsi quindici giorni dalla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale. Le modifiche alla Parte II del TUF, vale a dire quelle relative agli intermediari e alla gestione collettiva, si applicano a partire da nove mesi dopo: termine necessario per consentire alle Autorità di emanare la normativa regolamentare di dettaglio e ai soggetti vigilati di adeguare strutture e procedure. I gestori già operanti nel regime previgente di cui all'art. 35-undecies TUF e le Società di Investimento Semplice dispongono di dodici mesi dall'adozione della normativa secondaria per scegliere fra il regime dei gestori autorizzati e quello dei GEFIA sotto soglia registrati. Si tratta di una flessibilità che riconosce alla pluralità degli operatori la possibilità di individuare l'assetto più aderente alla propria dimensione e strategia. I gestori già iscritti nell'albo che operano esclusivamente come EuVECA o EuSEF saranno cancellati d'ufficio e iscritti nel nuovo registro dedicato, parimenti dopo dodici mesi. A integrare la fase di transizione, le Autorità realizzano archivi informativi delle disposizioni e degli orientamenti, accessibili al pubblico con collegamento alle fonti normative europee.

13. Il d.lgs. n. 39/2026 di recepimento della direttiva AIFMD II

Il quadro normativo della gestione collettiva risultante dalla riforma del TUF deve essere completato con la lettura del d.lgs. 13 marzo 2026, n. 39, di recepimento della direttiva (UE) 2024/927 cosiddetta AIFMD II o UCITS VI. Il decreto interviene su profili di significativa rilevanza operativa: gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni di vigilanza, la fornitura dei servizi di depositario e, soprattutto, la concessione di prestiti da parte di FIA. Sotto quest'ultimo profilo, il decreto introduce nell'art. 46-bis TUF un nuovo comma 01 che reca le definizioni rilevanti. Sono definiti l'investimento in crediti, il FIA di credito (ossia il FIA con strategia di investimento principalmente in crediti, ovvero che detiene crediti per valore nozionale almeno pari al cinquanta per cento del proprio NAV) e il prestito di azionista (ossia il finanziamento concesso dal FIA a un'impresa nella quale detiene almeno il cinque per cento del capitale, ammesso anche per i GEFIA sotto soglia registrati in deroga al divieto generale di

investimento in crediti). Sono inoltre introdotti divieti specifici per i FIA di credito. È vietata la costituzione di FIA con strategia originate-to-distribute. In caso di cessione parziale dei crediti, il FIA deve mantenere nel proprio portafoglio almeno il cinque per cento del valore nozionale ceduto. Riveste particolare rilievo, infine, la possibilità di istituire FIA di credito italiani in forma aperta, in deroga al principio generale, a condizione che il gestore dimostri alla Banca d'Italia la coerenza del sistema di gestione della liquidità con la strategia di investimento.

Sul fronte della delega, il nuovo comma 4-bis dell'art. 33 TUF chiarisce che la commercializzazione delle quote o azioni degli OICR svolta da uno o più distributori non integra delega quando avvenga in conformità alle norme di recepimento della direttiva MiFID II o attraverso prodotti conformi alla direttiva IDD. La previsione elimina un'incertezza interpretativa di lunga data. Il catalogo delle attività esercitabili dalle Sgr viene a sua volta ampliato fino a ricomprendere l'amministrazione di indici di riferimento, la gestione di crediti verso i FIA gestiti, i servizi alle società veicolo per la cartolarizzazione e l'attività di white-labelling. Sul versante della liquidità, il nuovo n. 1-bis dell'art. 6, comma 1, lett. c), TUF attribuisce alla Banca d'Italia il potere regolamentare in materia di gestione del rischio di liquidità, inclusi i liquidity management tools quali gate, side pockets, swing pricing e anti-dilution levy. Si tratta dell'attuazione del primo quadro armonizzato europeo introdotto dalla direttiva 2024/927. Significativa è altresì l'introduzione del passaporto del depositario per i FIA ai sensi dei nuovi commi dell'art. 47 TUF.

14. Valutazioni conclusive

Considerata nel suo insieme, la riforma merita un giudizio complessivamente positivo. Sul piano sistematico, la creazione delle nuove categorie del gestore autorizzato e del GEFIA sotto soglia registrato, unitamente alla netta distinzione fra OICR in gestione interna e in gestione esterna, supera incertezze e zone grigie del previgente assetto. Sul piano sostanziale, l'introduzione della società di partenariato colma un vuoto normativo che a lungo aveva penalizzato il mercato italiano rispetto alle piazze anglosassone e lussemburghese. Altrettanto significativo è il rafforzamento del regime di separazione patrimoniale: estendendo la separazione ai comparti e includendo le obbligazioni tributarie nel perimetro di responsabilità del fondo, esso contribuisce in misura rilevante alla certezza del diritto. Il d.lgs. 39/2026 completa il quadro con la disciplina organica dei FIA di credito, l'introduzione del passaporto del depositario, l'aggiornamento degli strumenti di gestione della liquidità e la chiarificazione della natura non delegatoria della distribuzione. Anche la razionalizzazione del riparto fra Banca d'Italia e Consob ha un impatto diretto sulla competitività del mercato italiano, riducendo tempi di risposta e costi di compliance.

Non mancano, accanto agli aspetti positivi, profili meritevoli di un'attenzione critica. Il regime dei GEFIA sotto soglia registrati, pur encomiabile nella sua ispirazione di proporzionalità, lascia aperti interrogativi sulla tutela degli investitori non professionali ai quali è consentito l'accesso. Le soglie di ammissione, fissate in cinquecentomila euro di investimento minimo e cinque milioni di portafoglio, non garantiscono di per sé un

livello di sofisticazione finanziaria adeguato a sopportare un rischio regolatorio di tale portata. Un profilo ulteriore è dato dalla complessità del quadro definitorio risultante dalla riforma, atteso che il proliferare di sottocategorie richiede un significativo sforzo di orientamento. Resta, inoltre, (volutamente) non definita la questione della soggettività giuridica del fondo. Va segnalato, infine, il mancato coordinamento con il diritto tributario: molte delle innovazioni introdotte hanno implicazioni fiscali rilevanti, che andranno definite con precisione perché la riforma possa dispiegare appieno i propri effetti. Il giudizio finale è dunque quello di un intervento coraggioso e necessario. Il suo successo dipenderà anche dalla qualità della normativa secondaria, dalla chiarezza interpretativa delle Autorità e dalla disponibilità degli investitori istituzionali ad allocare quote crescenti del proprio portafoglio verso veicoli di diritto italiano. Resta, in ogni caso, la convinzione che il decreto del 2026 costituisca un passo significativo nella direzione giusta, le cui piene potenzialità potranno essere apprezzate solo nel medio periodo.

Gli intermediari “sotto soglia”

CONCETTA BRESCIA MORRA

Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Roma Tre

Nell'ottica di semplificazione della disciplina, la riforma del TUF ha previsto una nuova disciplina dei gestori di patrimoni di dimensioni contenute e destinati a investitori professionali, o che effettuano ingenti investimenti. Questi intermediari sono definiti “sotto soglia”. Si tratta di una deregolamentazione in senso proprio perché il legislatore ha preceduto ad alleggerire in maniera radicale gli oneri di vigilanza per gli operatori laddove questi ultimi non fossero pienamente giustificati da ragioni di tutela della clientela.

Le nuove regole si applicano ad un perimetro molto ristretto di soggetti avendo riguardo sia agli attivi dell'operatore sia alle caratteristiche degli investitori. Dal punto di vista degli operatori, si tratta dei gestori di FIA (Fondi di Investimento Alternativi) riservati con attivi fino a 100 milioni di euro oppure a 500 milioni di euro se non fanno ricorso alla leva e non consentono rimborsi prima di 5 anni. Dal punto di vista degli investitori, si deve trattare di investitori professionali oppure di investitori non professionali che investono almeno 500 mila euro e dispongano di un portafoglio finanziario non inferiore a 5 milioni di euro, oppure ancora di componenti dell'organo di amministrazione e del personale del gestore.

I FIA chiusi riservati a cui accedevano investitori professionali o non professionali che investono almeno 500 mila euro oppure 100 mila euro nell'ambito del servizio di gestione di patrimoni o di consulenza, oppure componenti dell'organo di amministrazione e personale del gestore godevano già di una disciplina “più leggera” di quella prevista per i fondi aperti. Peraltro, fino ad ora per questi soggetti l'impianto e le finalità della disciplina erano gli stessi di quelli previsti per tutti gli altri fondi: regime di autorizzazione per l'accesso al mercato con requisiti simili a quelli delle banche (requisiti minimi iniziali di capitale, requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali, idoneità dei soci, idoneità della struttura di gruppo e programma di attività e relazione sulla struttura organizzativa), obblighi informativi in occasione del superamento non temporaneo delle soglie o estensione delle attività, segnalazioni statistiche, assunzione di

partecipazioni, fusioni e scissioni, bilanci e rendiconti, modifiche esponenti e soci.

Le finalità della vigilanza erano le stesse previste per tutti gli intermediari sottoposti a vigilanza in senso proprio, ossia la salvaguardia della fiducia nel buon funzionamento del sistema finanziario, la tutela degli investitori, la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario, la competitività del sistema finanziario e l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. In questo contesto, le autorità di vigilanza avevano non solo tutti i poteri regolamentari, informativi, di intervento, ispettivi e sanzionatori, tipici della vigilanza prudenziale affidata alla Banca d'Italia, ma anche quelli volti alla verifica del rispetto dei principi di trasparenza e correttezza nei confronti degli investitori, tipici della vigilanza di trasparenza affidata alla Consob.

Oggi il legislatore cambia radicalmente l'impianto dei controlli pubblici per questi intermediari prevedendo un regime di semplice registrazione in vece dell'autorizzazione e sancendo un sistema di controlli pubblici che si limita alla verifica del mantenimento dei requisiti di registrazione e alla supervisione del rispetto delle norme antiriciclaggio. Rimane in capo alla Banca d'Italia il potere di "monitorare" i rischi sistemici. Vengono meno anche le norme speciali sulla gestione della crisi, che prevedevano la liquidazione coatta amministrativa del fondo. Da oggi si applicano presupposti, procedure e strumenti di gestione della crisi di impresa come sanciti dalle ordinarie leggi fallimentari. La Banca d'Italia non gioca più alcun ruolo nella gestione della crisi.

Ci sembra interessante notare che il legislatore ha cambiato in maniera sostanziale il regime di vigilanza, limitandosi ad alzare l'asticella di accesso degli investitori: non è più sufficiente investire almeno 500 mila euro, ma bisogna avere anche un portafoglio finanziario non inferiore a 5 milioni di euro. Il cambio di regime viene giustificato quindi in funzione della ricchezza finanziaria dell'investitore, quando non professionale. Il discrimine non è rappresentato più dalla consapevolezza dei rischi assunti (si distingueva in passato fra investitore "consapevole" e investitore "inconsapevole", tendenzialmente il primo che teneva il suo gruzzoletto su un conto bancario e il secondo che si arrischiava ad investire nel mercato dei capitali). La misura della ricchezza investita nei mercati finanziari dimostra di per sé una esperienza che rende superfluo l'apparato di regole di protezione, soprattutto in punto di trasparenza e correttezza. Insomma, chi investe in questo tipo di fondi si muove sulle sue gambe e conta solo su stesso.

Più difficile da comprendere la cancellazione del regime di vigilanza prudenziale considerato che la differenza più rilevante in termini di perimetro di applicazione delle nuove regole riguarda la ricchezza finanziaria dell'investitore. In realtà, se si considera che il legislatore aveva l'opzione di applicare un mero regime di registrazione già nel 2015 in occasione del recepimento della AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*)⁰¹, si comprende che la previsione di un regime di vigilanza prudenziale all'epoca era

⁰¹ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento e del Consiglio dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi.

stato il frutto di una scelta molto prudente. Dopo anni di esperienza, le autorità di vigilanza riconoscono che i rischi per la stabilità finanziaria, che giustificano un regime di vigilanza in senso proprio appaiono improbabili o di impatto minimo a livello individuale e pertanto solo per casi particolari derivanti da potenziali fenomeni di interconnessione tra gli intermediari appare opportuno conservare nelle mani della Banca d'Italia il potere di adottare misure restrittive a presidio del rischio sistemico⁰². Anche oggi le autorità si riservano di tornare indietro su questa scelta nel caso si verificassero problemi. Viene ricordato in proposito dalle autorità il caso delle società finanziarie di piccole dimensioni e operanti in settori non problematici per le quali nel 1991 era previsto l'iscrizione in un registro a cui non conseguiva un regime di vigilanza. Molti anni dopo le autorità hanno chiesto al Parlamento di modificare il t.u. bancario (d.lgs. 385 del 1993) per sottoporre tutte le società finanziarie a un regime di vigilanza in senso proprio, anche se sottoposto a regole proporzionali ai rischi assunti e alle possibili conseguenze negative sui mercati finanziari derivanti da difficoltà o fallimenti di questo tipo di intermediari. In realtà, ci sembra che il caso dei gestori sotto-soglia sia un caso particolare in cui appaiono davvero improbabili ripercussioni sui mercati finanziari derivanti dalla cattiva gestione e, quindi, dalla crisi di questi intermediari. I fondi comuni sono caratterizzati da un'autonomia patrimoniale che rende tecnicamente impossibile il default. Come si dice negli ordinamenti anglosassoni sono i fondi sono "*bankruptcy free*". Gli investitori possono perdere i loro soldi, ma non si può verificare né un caso di corsa al ritiro dell'investimento (trattandosi di fondi chiusi), né di contagio di altri operatori a meno di immaginare un massiccio investimento delle banche commerciali in questi fondi.

Nonostante l'importante novità normativa, ci sembra che il possibile impatto della riforma sia limitato. Alla fine del 2024 i gestori di fondi alternativi (GEFIA) sotto soglia erano 76 e rappresentavano il 46% del totale dei Gefia. Il patrimonio gestito complessivo ammontava, sempre alla fine del 2024, a 4,2 miliardi di euro, con una media di circa 70 milioni di euro per gestore, ben al di sotto del limite massimo di 500 milioni consentito in assenza di leva finanziaria⁰³. La gran parte di questi fondi operano prevalentemente nei comparti del *private equity* e del *venture capital*, ossia proprio nei settori che la riforma intende far crescere per colmare il deficit da innovazione che caratterizza le economie europee, ma in misura molto ampia proprio l'Italia, come sottolinea il rapporto Draghi

⁰² G. Siani, *Audizione del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia davanti alle Commissioni riunite II e VI della Camera dei Deputati e 2° e 6° del Senato della Repubblica*, sullo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento, Roma 26 novembre 2025.

⁰³ Dati tratti da Siani, cfr. nota 1.

realizzato su impulso della Commissione europea⁰⁴.

Il rapporto evidenzia che il deficit di innovazione, soprattutto in rapporto ai mercati finanziari anglosassoni non sembra spiegabile in termini di mancanza di risparmio. Infatti ogni anno circa 300 miliardi di euro di risparmi degli europei vengono investiti al di fuori dell'Unione europea⁰⁵. Certamente, il sistema banco-centrico che caratterizza la gran parte dei sistemi finanziari europei gioca un ruolo nel mancato finanziamento delle imprese innovative. A quest'ultimo fine sono più adatti investitori istituzionali che privilegiano investimenti a lungo termine, illiquidi, e ad alto rischio. Questo è ciò che è avvenuto nel mercato statunitense, in cui la crescita esponenziale, specie negli ultimi anni dei titoli di imprese tecnologiche o che stanno sviluppando l'intelligenza artificiale non è stata finanziata dalle banche, ma da fondi di *private equity*.

La riforma del Tuf fa fare sicuramente un passo avanti nel finanziamento del *venture capital* e del *private equity*. Viene introdotta una definizione precisa di entrambe le attività e viene alleggerito in maniera importante, come abbiamo visto, il regime di intermediari sotto soglia che possano fungere da volano per queste attività. La riforma, peraltro, andrebbe accompagnata con misure fiscali adeguate e con altri interventi volti a favorire la crescita degli investitori istituzionali dedicati a questo comparto anche oltre i limiti stringenti previsti da questa riforma.

⁰⁴ *The Draghi Report on EU Competitiveness*, presentato al Parlamento europeo il 16 settembre 2025, *The Draghi report on EU competitiveness*

⁰⁵ P. Angelini, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, 30 gennaio 2026, Banca d'Italia - Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza.

Le società di partenariato

GIUSEPPE NAPOLETANO

Avvocato della Banca d'Italia

SOMMARIO⁰¹: Premessa. – 1. La finalità della riforma e le prassi operative nel private equity e nel venture capital. – 2. La delega legislativa. – 3. L'inserimento della società di partenariato nel sistema della gestione collettiva del risparmio. – 4. Il potere normativo della Banca d'Italia. – 5. Ragioni della scelta della società in accomandita per azioni. – 6. L'oggetto sociale. – 7. L'autonomia statutaria in materia patrimoniale. – 8. La società di partenariato in gestione esterna.

Premessa

È per me un grande piacere tornare alla Luiss, l'Università nella quale mi sono laureato; sono particolarmente grato al Professor Lener e alla Professoressa Lucantoni per avermi offerto questa opportunità.

Mi soffermerò sugli aspetti salienti delle società di partenariato, introdotte nel Testo unico della finanza dalla riforma del 2026 affinché possano operare quali Oicr chiusi nel private equity e nel venture capital.

⁰¹ Questo scritto è parte del contributo in corso di pubblicazione in un Quaderno di ricerca giuridica della Banca d'Italia. Le opinioni qui espresse sono personali dell'autore e non rappresentano necessariamente quelle della Banca d'Italia. Per i riferimenti normativi si usa nel testo la numerazione del Testo unico della finanza (TUF) risultante dal decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47, pubblicato nel Supplemento ordinario n. 14/L alla Gazzetta Ufficiale del 14 aprile 2026, n. 86. Ove occorrente, nel testo ci si riferisce allo "schema di decreto", per tale intendendosi lo schema di decreto legislativo approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri l'8 ottobre 2025 (Senato della Repubblica - XI Legislatura, n. 331, trasmesso alla Presidenza del Senato il 17 ottobre 2025). Se non è altrimenti specificato, gli articoli del TUF citati sono quelli che riguardano le società di partenariato a gestione interna autorizzate.

1. La finalità della riforma e le prassi operative nel *private equity* e nel *venture capital*

L'intento del legislatore della riforma del 2026 è introdurre nel sistema giuridico nazionale degli strumenti che possano agevolare l'investimento anche estero nelle imprese innovative, che tipicamente sono quelle che investono nel *private equity* e nel *venture capital*⁰².

L'auspicio del legislatore è che, rafforzando il sostegno economico alle *start-up* innovative, queste possano crescere, idealmente fino ad arrivare a quotarsi, con effetti benefici per l'economia e per la società.

Si è pertanto cercato di dare un riconoscimento legislativo di carattere generale al *private equity* e al *venture capital* al fine di permettere l'investimento collettivo in quei settori con adeguate garanzie di certezza legale, a tal fine anche definendo i caratteri essenziali di un veicolo societario di diritto italiano che sia riconoscibile dagli investitori nazionali ed esteri come particolarmente idoneo a finanziare progetti innovativi con una prospettiva di medio-lungo termine da parte di soggetti professionali o comunque ad alta capacità finanziaria.

Si sono a tale scopo considerate anche le economie più sviluppate di quella italiana in questi settori, laddove lo schema operativo essenziale del *venture capital* all'estero, a cominciare dagli Stati Uniti, vede l'uso di un fondo d'investimento collettivo strutturato in forma di *limited partnership* – che corrisponde grosso modo a una accomandita italiana – con uno o più *general partners*, illimitatamente responsabili, e i *limited partners*, che per l'appunto hanno una responsabilità limitata. Questa distinzione corrisponde alla distinzione tra socio imprenditore e socio investitore da un punto di vista economico, laddove il *general partner*, pur investendo egli stesso nell'impresa d'investimento, è soprattutto un socio imprenditore e i *limited partner* sono soci investitori.

Il punto è che il *general partner*, normalmente, è una società con responsabilità limitata: quindi la responsabilità del *general partner* è sì giuridicamente illimitata, ma in realtà è limitata al patrimonio della società, a responsabilità limitata, che svolge il ruolo di *general partner*.

Nella prassi estera – che ha orientato il legislatore italiano del 2026 – è normale che la gestione sia esternalizzata a un gestore professionale; circostanza questa che può aiutare a leggere l'intervento riformatore, anche dal punto di vista giuridico.

⁰² Nella Relazione allo schema di decreto legislativo si afferma che la riforma innova "la disciplina della gestione collettiva del risparmio con particolare riferimento alle attività di *private equity* e *venture capital*, riconosciuti come settori in grado di garantire lo sviluppo e poi la crescita delle aziende, favorendo processi fondamentali di innovazione e contribuendo all'aumento dell'occupazione".

2. La delega legislativa

Volgendo dunque lo sguardo all'intervento legislativo che introduce le società di partenariato, è utile soffermarsi innanzitutto sui criteri di delega legislativa.

I criteri di delega che più rilevano sono due.

Il primo è l'esigenza di *"facilitare il finanziamento dell'impresa in tutte le sue fasi di crescita, ..."*⁰³; questo criterio soccorre in particolare a meglio identificare l'oggetto della società di partenariato, come espongo di seguito.

Il secondo criterio sul quale è bene soffermarsi è la possibilità di *"rivedere le regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione, anche ampliando il novero delle forme societarie ammissibili ai fini del servizio di gestione collettiva del risparmio, garantendo la correttezza e l'adempimento degli obblighi informativi a tutela degli investitori"*⁰⁴; la possibilità di configurare delle forme societarie ulteriori rispetto a quelle già ammesse per la gestione collettiva del risparmio (SGR con fondo contrattuale, SICAF e SICAV) fa implicito riferimento alla *limited partnership*.

3. L'inserimento della società di partenariato nel sistema della gestione collettiva del risparmio

L'inserimento della società di partenariato nel sistema della gestione collettiva del risparmio è avvenuto equiparandola in linea di massima alle altre forme di gestione collettiva del risparmio, quale "Oicr italiano"⁰⁵ e più precisamente quale "Oicr alternativo italiano" (FIA italiano)⁰⁶, cosicché alla società di partenariato si applicheranno in generale le stesse regole a tutela del risparmio previste dal Testo unico della finanza per le altre forme di gestione collettiva del risparmio che si qualificano come fondi di investimento alternativi italiani.

Più specificamente, rileva al riguardo la creazione con la società di partenariato di uno

⁰³ Legge n. 21 del 2024, art. 19, comma 2, lett. c); frase introdotta dalla legge 11 marzo 2025, n. 28, art. 1, comma 1, lett. a), n. 4).

⁰⁴ Legge n. 21 del 2024, art. 19, comma 2, lett. d); la previsione sull'ampliamento delle forme societarie ammissibili per la gestione collettiva del risparmio è stata inserita nel criterio di delega dalla legge 11 marzo 2025, n. 28, art. 1, comma 1, lett. a), n. 5).

⁰⁵ Articolo 1, comma 1, lett. l), TUF, per il quale *"Nel presente decreto legislativo si intendono per: (...) "Oicr italiano": il fondo comune d'investimento, la Sicav, la Sicaf e la società di partenariato"*.

⁰⁶ Articolo 1, comma 1, lett. m-ter), TUF, per il quale *"Nel presente decreto legislativo si intendono per: (...) "Oicr alternativo italiano" (FIA italiano): il fondo comune di investimento, la Sicav, la Sicaf e la società di partenariato rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011"*.

o più fondi d'investimento alternativi e la sua caratteristica di essere un OICR chiuso⁰⁷ e riservato a investitori professionali o comunque a investitori con elevate capacità fi-

⁰⁷ Articolo 1, comma 1, lett. i-quater.1), TUF, per il quale *“Nel presente decreto legislativo si intendono per: (...) “società di partenariato”: l’Oicr chiuso costituito in forma di società in accomandita per azioni con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l’investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital del patrimonio raccolto mediante l’offerta delle proprie azioni, di strumenti finanziari partecipativi, nonché mediante le ulteriori modalità di raccolta definite nello statuto”.*

L’OICR chiuso è *“l’Oicr diverso da quello aperto”* (articolo 1, comma 1, lett. k-ter), TUF), laddove l’OICR aperto è *“l’Oicr i cui partecipanti hanno il diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d’offerta”* (articolo 1, comma 1, lett. k-bis), TUF).

nanziarie⁰⁸.

La società di partenariato potrà essere sopra soglia autorizzata, con passaporto europeo, oppure sotto soglia registrata; se sotto soglia, potrà comunque chiedere di essere autorizzata. Se la società di partenariato resta solo registrata non avrà passaporto eu-

08 "La sottoscrizione delle azioni e degli eventuali strumenti partecipativi, nonché le ulteriori modalità di raccolta del patrimonio definite nello statuto" della società di partenariato, "sono riservate agli investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39" (articolo 35-novies.1, comma 1, lett. i), TUF, riguardante le società di partenariato a gestione interna autorizzate; cfr. anche l'omologo articolo 38-bis, comma 1, lett. f), TUF per le società di partenariato a gestione esterna). Attualmente, l'art. 14 del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 5 marzo 2015 n. 30, recante il Regolamento attuativo dell'art. 39 TUF, prevede che:

"1. Il gestore può istituire FIA italiani riservati a investitori professionali in forma aperta o chiusa.

2. Il regolamento o lo statuto del FIA italiano riservato può prevedere la partecipazione anche dei seguenti soggetti:

a) investitori non professionali che sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro. Tale partecipazione minima iniziale non è frazionabile;

b) investitori non professionali che nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo iniziale non inferiore a centomila euro a condizione che, per effetto della sottoscrizione o dell'acquisto, l'ammontare complessivo degli investimenti in FIA riservati non superi il 10 per cento del proprio portafoglio finanziario. La partecipazione minima iniziale non è frazionabile;

c) soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione di portafogli che nell'ambito dello svolgimento di detto servizio sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo iniziale non inferiore a centomila euro per conto di investitori non professionali.

(...)

4. I componenti dell'organo di amministrazione e il personale del gestore possono sottoscrivere quote o azioni di FIA italiani riservati da essi gestiti anche per importi inferiori a quelli indicati al comma 2".

Per le società di partenariato sotto soglia registrate, vale il regime specificamente previsto per tutti i GEFIA sotto soglia registrati, che è ispirato alla medesima *ratio* che connota la società di partenariato come FIA riservato, ma che è direttamente sancito nel TUF. Infatti, per le società di partenariato sotto soglia registrate l'articolo 35-quaterdecies, comma 3, TUF rende applicabile il comma 1, lett. l) del medesimo articolo 35-quaterdecies, in virtù del quale "i FIA gestiti sono riservati. In deroga a quanto previsto dall'articolo 1, comma 1, lettera m-quater), essi sono commercializzati esclusivamente a investitori professionali; il regolamento del FIA può prevedere la partecipazione anche di investitori non professionali che sottoscrivono ovvero acquistano quote del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro e che dimostrino con idonee evidenze di avere un portafoglio finanziario non inferiore a cinque milioni di euro. La partecipazione minima iniziale non è frazionabile. Ai fini della presente lettera, per portafoglio finanziario si intende il valore complessivo del portafoglio costituito da depositi bancari, prodotti di investimento assicurativi e strumenti finanziari disponibili presso intermediari o gestori. Il regolamento del FIA può prevedere che i componenti dell'organo di amministrazione e il personale del gestore sotto-soglia registrato possano sottoscrivere ovvero acquistare quote dei FIA italiani riservati gestiti da quest'ultimo anche per importi inferiori".

ropeo⁰⁹ e non potrà fungere da gestore esterno¹⁰.

Va evidenziata al riguardo l'operazione di sistema che la riforma mira ad attuare, innovando il regime dei gestori alternativi sotto soglia, che in Italia sono attivi prevalentemente nei comparti del *private equity* e del *venture capital*, e creando con la società di partenariato un organismo societario destinato a operare nel *private equity* e nel *venture capital*.

Come gli altri FIA, la società di partenariato potrà avere una gestione interna, gestendo direttamente le risorse raccolte, oppure esterna ove affidi la gestione a un altro soggetto.

Come per le altre forme organizzative ammesse, ove la società di partenariato affidi la gestione del risparmio a un gestore esterno si configurerà come una "società-prodotto" e, pur dovendo rispettare requisiti specifici caratterizzanti¹¹, non avrà bisogno di un atto di assenso delle Autorità di vigilanza in sede di avvio dell'operatività e resterà al di fuori del perimetro dei controlli pubblici più incisivi¹².

4. Il potere normativo della Banca d'Italia

La peculiarità della disciplina delle società di partenariato, rispetto alle altre forme organizzative della gestione del risparmio collettivo, è la previsione di un potere normativo specifico della Banca d'Italia che si aggiunge al potere ordinario di vigilanza regolamentare.

È un potere normativo che riguarda tutte le società di partenariato, sia le società sopra soglia a gestione interna autorizzate¹³, sia le società di partenariato sotto soglia registrate¹⁴, così come le società di partenariato in gestione esterna¹⁵.

In base al TUF, "la Banca d'Italia può emanare ulteriori disposizioni applicative della" disciplina sulle società di partenariato, "fermo restando quanto previsto dagli articoli 6 e 35-novies.1, comma 3"¹⁶, vale a dire impregiudicati i suoi poteri regolatori tipici di

09 Articolo 3(4) Direttiva 2011/61 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (cd. "AIFMD").

10 Articolo 35-*quaterdecies*, comma 1, lett. h) e comma 3, TUF.

11 Articolo 38-*bis* TUF, in particolare i commi 1 e 3.

12 Articolo 38-*bis* TUF; cfr. in particolare i commi 7 e 8.

Nella Relazione allo schema di decreto, riguardo all'articolo 35-novies.1 si afferma che "in caso di gestione esterna non è prevista alcuna autorizzazione data l'assimilazione della società a un fondo-prodotto".

13 Articolo 35-novies.6, comma 2.

14 Articolo 35-*sexiesdecies*, comma 9.

15 Articolo 38-*bis*, comma 10.

16 Articolo 35-novies.6, comma 2.

vigilanza.

L'esercizio del potere normativo della Banca d'Italia non è indispensabile ai fini dell'applicazione della disciplina del TUF sulle società di partenariato; esso è una possibilità, che verosimilmente sarà utilizzata soprattutto nell'interlocuzione con il mercato per dare certezza ove occorra, oltre che per regolare i punti di intersezione tra diritto societario e disciplina di vigilanza posta nel Testo unico della finanza.

È possibile che quel potere normativo sia esercitato anche per completare le previsioni introdotte con la riforma, ove la pratica ne evidenzi l'utilità¹⁷, dato che alcuni snodi importanti della disciplina delle società di partenariato sono basati su principi e sul riconoscimento del ruolo del mercato e dell'autonomia delle società, come ad esempio avviene per l'oggetto delle società di partenariato e per tutti gli aspetti patrimoniali¹⁸.

Il sistema normativo così delineato per le società di partenariato lascia alle norme dedicate dal codice civile alle società in accomandita per azioni un ruolo "residuale"¹⁹ rilevante soprattutto per gli aspetti corporativi, come si espone di seguito.

5. Ragioni della scelta della società in accomandita per azioni

Il successo internazionale dell'accomandita quale forma elettiva dell'investimento collettivo nel *private equity* e nel *venture capital* può trovare una spiegazione in ciò, che la struttura dell'accomandita tende ad allineare gli interessi di investitori e amministratori, contribuendo a prevenire conflitti tra le due categorie di soci. Questo perché, sin dall'origine della *commenda*, l'accomandatario metteva – si direbbe oggi – “*skin in the game*”: metteva cioè capitale proprio nell'impresa, pur finanziata significativamente da altri investitori. L'amministratore rischia in proprio, dato che egli è socio, oltretutto illimitatamente responsabile; ma, essendo socio accomandatario, egli è anche amministratore di diritto²⁰, l'assemblea non ha un potere di nominarlo e il potere della stessa assemblea di revocare l'amministratore è contenuto entro limiti precisi²¹.

17 Nella Relazione si afferma che “*Qualora la Banca d'Italia si avvalga del suo potere normativo, potrà disporre quanto ritenuto necessario o utile ai fini della migliore applicazione delle norme primarie dedicate alle società di partenariato, anche per gli aspetti di diritto societario*”. Nell'esercizio del potere normativo, la Banca d'Italia – prosegue la Relazione – dovrà agire “*nel rispetto dei principi fissati per l'esercizio dei poteri regolamentari previsti nell'articolo 6*”, potendosi ritenere che si intenda fare riferimento ai “*principi*” fissati nel comma 01 dell'articolo 6.

Sempre nella Relazione al decreto, nell'esplicare le norme sulle società di partenariato sotto soglia registrate, si afferma che “*Tale potere normativo, per quanto riguarda le società di partenariato in gestione interna registrate, è funzionale a regolare le caratteristiche della forma societaria di limited partnership, operanti nel private equity e venture capital, e non deve intendersi riferito all'esercizio di poteri regolamentari inerenti alla vigilanza prudenziale e di tutela*”.

18 Su questi aspetti, si vedano i paragrafi 6 e 7.

19 Così si esprime la Relazione nel commentare l'applicabilità dell'articolo 35-novies.6 alle società di partenariato in gestione esterna.

20 Articolo 2455 codice civile.

21 Articolo 2456 codice civile.

L'accomandita per azioni pone dunque di per sé i *general partners* in una posizione giuridica idonea a fruire di quella autonomia rispetto agli investitori che è necessaria nella gestione collettiva del risparmio²² e che può essere più problematica da conseguire nelle SICAF²³.

Ci si può peraltro domandare quale sia la ragione che ha portato il legislatore a scegliere la forma dell'accomandita di capitali. Le considerazioni che hanno spinto verso questa scelta sono varie. Una prima ragione è fattuale e giuridica, movente dal riconoscimento che solo capitali possono essere investiti, non essendo ammessi conferimenti in natura²⁴.

Inoltre, ha giocato un ruolo l'esigenza di essere certi della tenuta sul piano giuridico del sistema di responsabilità della persona giuridica e, al suo interno, dei comparti che possono essere creati, la separatezza patrimoniale dei quali si è voluta rafforzare con la riforma del Testo unico della finanza. Si è temuto, in definitiva, che il modello delle società di persone potesse alla prova dei fatti rivelarsi non totalmente adeguato dal punto di vista della protezione patrimoniale, laddove invece una chiara esigenza della riforma era quella di ridurre il più possibile i rischi correlati alla debolezza della separazione patrimoniale, al fine di dare la massima sicurezza agli investitori e di ingenerare fiducia nei veicoli societari di gestione collettiva del risparmio.

L'emissione di azioni permette di cogliere le opportunità di investimento su ampia scala proprie di un sistema finanziario sviluppato, potendosi combinare peraltro con l'ampia autonomia riconosciuta alla società di partenariato, tra l'altro, con riguardo alle modalità di raccolta dei capitali da investire²⁵.

La presenza necessaria di un organo di controllo, propria dell'accomandita per azioni, è stato un ulteriore elemento oggetto di scelta da parte della Commissione riformatrice, ricollegandosi al ruolo essenziale che l'organo di controllo svolge nell'impianto di prote-

22 Il TUF definisce l'OICR come "l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito nelle attività di cui all'articolo 39-bis, in base a una politica di investimento predeterminata" (art. 1, comma 1, lett. k)).

23 L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Rivista delle società*, 2016, pp. 1094-1123.

24 Articolo 35-novies.1, comma 1, lett. h). Articolo 35-quaterdecies, comma 3, lett. b). Potrebbe essere una svista non aver previsto nel TUF il divieto di conferimenti in natura per le società di partenariato in gestione esterna, considerato che anch'esse hanno come oggetto sociale esclusivo l'investimento nel *private equity* e nel *venture capital* (articolo 38-bis, comma 1, lett. d)).

Il dato positivo menzionato non esclude, peraltro, che avvalendosi dell'autonomia statutaria si possa dare adeguato ingresso e riconoscimento nella società di partenariato a taluni servizi specifici e *know-how* che sono importanti nel settore (cfr. BODELLINI-GENTILI, *I fondi di investimento lussemburghesi*, Torino, 2025, p. 110).

25 Su questo aspetto, si veda il paragrafo seguente.

zione del risparmio, voluto dalla riforma.

6. L'oggetto sociale

L'oggetto sociale esclusivo della società di partenariato è *"l'investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital del patrimonio raccolto..."*²⁶.

Il Testo unico riformato fornisce poi una definizione di *"private equity e venture capital"*, che è individuata nella *"attività che consiste nell'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, attraverso strumenti di capitale, di debito, o altre forme similari, incluso l'investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione"*²⁷.

Viene così introdotta nell'ordinamento nazionale una definizione a valenza generale di *private equity* e di *venture capital*.

Non mancavano, per la verità, precedenti definizioni di *private equity* e di *venture capital* nel nostro ordinamento: ce ne sono di fonte unionale e di fonte nazionale, ma tutte

²⁶ Articolo 1, comma 1, lett. i-quater.1).

²⁷ Articolo 1, comma 1, lett. i-quater.6).

funzionali a scopi specifici (ad esempio, a fini fiscali²⁸). Quanto appena esposto vale anche con riguardo ai fondi EuVECA (European Venture Capital Funds), che sono disciplinati da apposito regolamento dell'Unione europea, nel quale sono prescritti requisiti

28 Si consideri, a titolo di esempio, quanto segue, tenendo a mente che, come esposto, la riforma configura la società di partenariato come un OICR chiuso.

L'art. 31 del d.l. 6 luglio 2011, n. 98 (convertito in legge 15 luglio 2011, n. 111) prevede che "1. Al fine di favorire l'accesso al venture capital e sostenere i processi di crescita di nuove imprese, utilizzando lo strumento dell'organismo di investimento collettivo del risparmio chiuso, di cui all'articolo 1, comma 1, lettera k-ter, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché delle società di investimento a capitale fisso, di cui all'articolo 1, comma 1, lettera i-bis), del medesimo testo unico, secondo le linee indicate dalla Commissione europea nella comunicazione "Europe 2020" sono emanate le seguenti disposizioni.

2. Sono definiti "Fondi per il Venture Capital" (FVC) gli organismi di investimento collettivo del risparmio chiusi e le società di investimento a capitale fisso, residenti in Italia, ai sensi dell'articolo 73, comma 3, del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, ovvero in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo che sono compresi nell'elenco di cui al decreto del Ministro delle finanze 4 settembre 1996, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 220 del 19 settembre 1996, che investono almeno l'85 per cento del valore degli attivi in piccole e medie imprese (PMI) non quotate in mercati regolamentati, di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), punto i), del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, nella fase di sperimentazione (seed financing), di costituzione (start-up financing), di avvio dell'attività (early-stage financing) o di sviluppo del prodotto (expansion o scale up financing) e il residuo in PMI di cui all'articolo 1, comma 1, lettera w-quater.1), del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)).

3. Le società destinatarie dei FVC devono avere, tra l'altro, le seguenti caratteristiche:

- a) non essere quotate;
- b) avere sede operativa in Italia;
- c) le relative quote od azioni devono essere direttamente detenute, in via prevalente, da persone fisiche;
- d) essere soggette all'imposta sul reddito delle società o analoga imposta prevista dalla legislazione locale senza la possibilità di esserne esentate totalmente o parzialmente;
- e) essere società esercenti attività di impresa da meno di sette anni;
- f) avere un fatturato, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato prima dell'investimento del FVC, non superiore ai 50 milioni di euro.

4. Non sono soggetti ad imposizione i proventi di cui alla lettera g) del comma 1 dell'articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, derivanti dalla partecipazione ai FVC.

5. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di natura non regolamentare sono stabilite, tra l'altro, le modalità attuative e di rendicontazione annuale dei gestori dei FVC al fine di rispettare le condizioni di cui ai commi 2 e 3 e le sanzioni nel caso del mancato rispetto delle suddette condizioni. Le quote di investimento oggetto delle misure di cui al presente articolo devono essere inferiori a 2,5 milioni di euro per piccola e media impresa destinataria su un periodo di dodici mesi.

precisi per poterli commercializzare nell'Unione²⁹.

La definizione introdotta dalla riforma è invece generale e abilita all'operatività nel settore di attività riservata, seppur limitatamente al *private equity* e al *venture capital*.

L'ampia definizione dell'oggetto sociale della società di partenariato è potenzialmente compatibile con i requisiti delle leggi speciali, in modo che la società di partenariato se vorrà potrà adeguarsi ai requisiti previsti dalle varie disposizioni di settore, ma non sarà obbligata a tale uniformazione per beneficiare della riserva di attività³⁰.

La tecnica definitoria dell'oggetto sociale delle società di partenariato, incentrandosi sulla nozione di "investimento" rinvia sostanzialmente alla realtà economica – similmente a quanto prevede il Testo unico bancario con riguardo all'attività bancaria³¹ – alla pratica del mercato, che specie in questo ambito è innanzitutto un mercato internazionale, e all'elaborazione delle associazioni di categoria³², potendo semmai soccorrere il potere normativo della Banca d'Italia³³.

6. Per i soggetti titolari di reddito d'impresa le disposizioni del comma 4 sono efficaci previa autorizzazione della Commissione europea secondo le procedure previste dall'articolo 108, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea".

A ciò si aggiunga che la legge 30 dicembre 2018, n. 145, ha disposto (con l'articolo 1, comma 220) che la modifica di cui alla lettera e), comma 3 dell'articolo riportato ha efficacia previa autorizzazione della Commissione europea secondo le procedure previste dall'articolo 108(3) TFUE.

29 Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital* (regolamento EuVECA).

Va peraltro rammentato che i gestori sotto soglia registrati – ivi incluse le società di partenariato sotto soglia registrate – non possono gestire fondi EuVECA né fondi EuSEF (articolo 35-*quaterdecies*, comma 1, lett. h)).

30 Per quanto riguarda invece i fondi EuVECA, essi possono restare iscritti nell'apposito registro previsto nell'art. 4-*quinquies*, comma 2, TUF, oppure chiedere l'autorizzazione come società di partenariato (o altro GEFIA autorizzato) ai sensi dell'art. 13 del decreto legislativo n. 47 del 2026.

31 P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino 1995, p. 92ss.

32 Per l'AIFI (Associazione Italiana del *private equity*, *venture capitale private debt*), ad esempio, il *private equity* è "l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine" (delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004), mentre per *venture capital* si intende "l'attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata alla realizzazione di operazioni di *early stage* (*seed e start up*) e *later stage venture ed expansion capital*. In senso stretto si riferisce ai soli investimenti in imprese nelle prime fasi di vita (*seed, start up e later stage*)" (dal sito internet dell'AIFI). Il medio-lungo termine è normalmente inteso come riferito a un arco temporale medio degli investimenti di 5-10/12 anni.

33 La tecnica usata dal legislatore, di rinvio alle prassi del mercato, è peraltro resa più immediatamente fruibile dal ruolo regolatorio assegnato alla Banca d'Italia (non a caso esercitabile anche nei riguardi delle società di partenariato sotto-soglia registrate: v. paragrafo 4), la quale può concorrere a delimitare l'ambito della riserva di attività, così potendo "mediare" una interpretazione e applicazione che altrimenti restano assegnate solo ai rapporti tra le parti private e all'eventuale giudicante, con i costi transattivi conseguenti.

Il *venture capital* è normalmente inteso quale investimento nelle *start-up* o in piccole imprese emergenti innovative, spesso associato a un alto rischio e gestito nell'ambito del fondo di *venture capital* anche mediante il contenimento e frazionamento degli investimenti nelle singole imprese, con la prospettiva di una dismissione dell'investimento in un tempo medio-lungo per ricavarne un guadagno; mentre il *private equity* indica l'investimento diretto – solitamente in capitale di rischio – da parte di un intermediario in imprese più mature al fine di consolidarne la posizione di mercato, ciò implicando talvolta anche l'acquisizione del controllo dell'impresa.

Il sostegno economico fornito con l'investimento è inteso nel modo più ampio possibile, potendo concretizzarsi tanto nell'assunzione di capitale di rischio, quanto nel finanziamento o in altre forme ibride, come recepito nella definizione del Testo unico della finanza. Il sostegno economico delle imprese, realizzato dal fondo con modalità molto varie, si riflette spesso sul governo delle imprese medesime.

Tornando alla definizione legislativa di *private equity* e di *venture capital*, in essa si prevede che l'intervento economico sia fatto in favore di imprese "non quotate nei mercati regolamentati". Nella MiFID2 c'è la definizione di "mercati regolamentati"³⁴; il TUF rimette alla Consob il potere di autorizzarli subordinatamente alla verifica del rispetto dei requisiti unionali e a quelli previsti nello stesso TUF, dopodiché la Consob li iscrive in un apposito elenco³⁵.

L'ampia definizione legislativa delle attività riservate include espressamente anche il sostegno economico successivo all'eventuale quotazione dell'impresa, in tal modo evidenziando la potenziale correlazione tra l'attività delle società di partenariato e la quotazione delle imprese in caso di successo delle iniziative.

Al riguardo, il legame con il criterio di delega è evidente: sostenere le imprese in tutte le fasi della crescita³⁶.

7. L'autonomia statutaria in materia patrimoniale

In materia patrimoniale, alle società di partenariato è riconosciuta un'ampia autonomia statutaria.

La ragione del riconoscimento di un'autonomia statutaria di tale ampiezza è l'estrema

³⁴ «mercato regolamentato»: sistema multilaterale, amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente al titolo III della presente direttiva" (art. 4(1)(21) Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE).

³⁵ Articolo 64-quater TUF.

³⁶ Si veda il paragrafo 2.

varietà dell'ecosistema del *venture capital* (*club deals*, *charities*, *family offices*, ecc.). La flessibilità è necessaria in funzione delle esigenze molto diverse che sottostanno agli investimenti nel settore.

A tale scopo, si è constatato che per le società in accomandita per azioni non sussiste un vincolo legislativo di fonte unionale per quanto riguarda la disciplina societaria in materia di formazione e di conservazione del capitale. Infatti, in base alla Direttiva (UE) 2017/1132 le disposizioni poste nel suo Capo IV in materia di "salvaguardia e modificazione del capitale" si applicano solo alle società italiane costituite in forma di società per azioni³⁷.

L'applicazione alle società in accomandita per azioni, nei limiti della compatibilità, dell'intera disciplina sulle società per azioni per effetto dell'articolo 2454 del Codice civile non consegue pertanto da una scelta unionale.

La Commissione di riforma ha anche in tal caso seguito il suo approccio generale volto a evitare il *gold plating* laddove esso non sia funzionale alle esigenze della riforma e ciò non pregiudichi la tutela della fiducia nel mercato finanziario³⁸.

Si è perciò previsto che *"I diritti patrimoniali dei soci e dei titolari degli eventuali strumenti finanziari partecipativi, incluse le modalità di determinazione del valore delle azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi, sono definiti dallo statuto, che può tra l'altro prevedere"* la disciplina di taluni strumenti indicati per l'appunto in via esemplificativa³⁹.

Questa scelta della Commissione di riforma ha la sua logica nel lasciare agli investitori professionali la possibilità di negoziare i loro rapporti patrimoniali; anche a tal rilievo si collega l'esigenza che i soggetti che possono investire nelle società di partenariato si dotino effettivamente di un adeguato livello organizzativo e di competenze professionali⁴⁰.

L'autonomia statutaria della società di partenariato in materia patrimoniale riguarda

³⁷ Articolo 44(1) e allegato I della Direttiva (UE) 2017/1132.

³⁸ Cfr. articolo 19, comma 2, lett. I), Legge Capitali n. 21 del 2024, come integrato dall'articolo 1, comma 1, n. 9), della legge n. 28 del 2025, recante il principio di delega volto a *"eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela"*.

Sulla portata del divieto di *gold plating* nell'ambito della delega per la riforma del TUF, si veda PISANESCHI, *Commento sub articolo 19*, in *Legge Capitali* (5 marzo 2024, n. 21) - *Commentario*, a cura di Martina, Rispoli Farina, Santoro, Torino, 2024, p. 238.

³⁹ Articolo 35-novies.3, comma 2; tale articolo si applica anche società di partenariato sotto soglia registrate (articolo 35-sexiesdecies, comma 9) e alle società di partenariato in gestione esterna (articolo 38-bis, comma 10).

⁴⁰ P. ANGELINI, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, Indirizzo di saluto al convegno "La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio", Roma, 30 gennaio 2026, in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2026/20260130-angelini/index.html>.

in particolare la raccolta (azioni, strumenti finanziari partecipativi, strumenti giuridici non altrimenti incorporati⁴¹), gli investimenti⁴², la struttura dei diritti patrimoniali⁴³.

I limiti specifici all'autonomia statutaria in materia patrimoniale delle società di partenariato sono costituiti dalle disposizioni del Testo unico della finanza, tra le quali v'è il divieto esplicito per le società di partenariato di emettere obbligazioni⁴⁴, e dalle altre disposizioni che trovano la loro fonte in disposizioni inderogabili di fonte Unionale.

Quanto esposto implica, ad esempio, che la società di partenariato possa disporre nel proprio statuto in materia di distribuzione degli utili di comparto, eventualmente anche in assenza di utili complessivi della società, dato che le disposizioni della Direttiva (UE) 2017/1132 che dispongono diversamente sul punto (art. 56) si applicano, come detto, necessariamente alle sole società in accomandita per azioni italiane⁴⁵.

Nel Testo unico della finanza riformato, le richiamate disposizioni sull'autonomia statutaria vanno lette congiuntamente alla previsione generale per la quale alle società di partenariato *"Qualora non diversamente disposto dalla presente sezione, alla società di partenariato si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni"* che il codice civile dedica alle società in accomandita per azioni⁴⁶. Ne consegue che le norme che il TUF dedica

41 Articolo 1, comma 1, lett. i-quater.1), in forza del quale nel TUF si intende per *"società di partenariato"*: l'Oicr chiuso costituito in forma di società in accomandita per azioni con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital del patrimonio raccolto mediante l'offerta delle proprie azioni, di strumenti finanziari partecipativi, nonché mediante le ulteriori modalità di raccolta definite nello statuto". Nello stesso senso, si vedano gli articoli 35-novies.1, comma 1, lett. h) e i), e 35-novies.3., comma 2, lett. f).

42 Articolo 1, comma 1, i-quater.6), in forza del quale nel TUF si intende per *"private equity e venture capital"*: l'attività che consiste nell'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, attraverso strumenti di capitale, di debito, o altre forme similari, incluso l'investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione".

43 Articolo 35-novies.3., comma 2: *"I diritti patrimoniali dei soci e dei titolari degli eventuali strumenti finanziari partecipativi, incluse le modalità di determinazione del valore delle azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi, sono definiti dallo statuto, che può tra l'altro prevedere: ..."*.

44 Articolo 35-novies.3, comma 5, per le società di partenariato in gestione interna autorizzate. Articolo 35-sexiesdecies, comma 9, per le società di partenariato sotto-soglia registrate. Articolo 38-bis, comma 10, per le società di partenariato in gestione esterna.

45 Il testo definitivo del decreto legislativo di riforma include l'articolo 35-quater, comma 5-bis nell'elenco delle disposizioni applicabili ove lo statuto della società di partenariato a gestione interna autorizzata preveda la possibilità di costituire più comparti (articolo 35-novies.1, comma 7). Questa inclusione ha automaticamente effetto anche per le società di partenariato sotto soglia registrate in forza dell'articolo 35-sexiesdecies, comma 9. Nulla è precisato sulle società di partenariato in gestione esterna, ma per quanto esposto non avrei dubbi sulla possibilità delle stesse di distribuire proventi di comparto in assenza di utili complessivi della società alle stesse condizioni previste per le altre società di partenariato.

46 Articolo 35-novies.6., comma 1; la disposizione si applica anche alle società di partenariato sotto-soglia registrate (articolo 35-sexiesdecies, comma 9) e alle società di partenariato in gestione esterna (articolo 38-bis, comma 10).

alle società di partenariato prevalgono sulle disposizioni del codice civile relative alle società in accomandita per azioni; e ciò vale anche per le previsioni statutarie adottate dalle società di partenariato in forza delle ricordate disposizioni del TUF.

In chiusura del commento a questa parte della disciplina, può evidenziarsi che la tecnica normativa usata – improntata a regole di principio e all'autonomia statutaria – solleciterà innanzitutto gli operatori a prestare una particolare cura nel regolare in modo chiaro nello statuto i numerosi aspetti rimessi all'autonomia societaria; analogamente, è prevedibile che essa produca conseguenze anche per i FIA diversi dalle società di partenariato, per un normale processo di allineamento competitivo. La stessa, su di un piano più generale, potrebbe altresì concorrere a superare la lettura "imperativa" del diritto societario italiano almeno per questa parte speciale⁴⁷.

8. La società di partenariato in gestione esterna

Come ho evidenziato al principio, nella prassi estera è normale il ricorso alla gestione esterna delle risorse raccolte e destinate al *private equity* e al *venture capital*; da ciò, e considerata anche l'attenzione verso il mercato posta dal legislatore della riforma, è possibile trarre elementi utili anche a fini giuridici, in modo che la tutela del pubblico risparmio non interferisca nella scelta degli operatori di mercato tra la gestione diretta e quella esterna, se non per quanto realmente correlato alle diverse modalità gestorie, le quali in tal modo dovrebbero tendenzialmente risultare giuridicamente "neutrali", nel senso indicato.

Se, dunque, dal testo del TUF riformato emergono elementi che sembrano differenziare il trattamento della gestione interna da quello dedicato alla gestione esterna, la ragione dei quali si fatica a rintracciare – come ad esempio per la possibilità per le società di partenariato in gestione esterna di distribuire proventi di comparto in assenza di utili complessivi della società⁴⁸ – occorre essere consapevoli che non è ciò che si voleva.

Una notazione sul socio che sia un gestore professionale, il quale può essere gestore di una società di partenariato in gestione esterna⁴⁹. Ci si potrebbe domandare quale senso o quali conseguenze abbia in concreto tale possibilità. Può soccorrere la stessa logica che sottostà all'esperienza dell'accomandita, che nell'affidamento al socio accomandatario di una funzione sociale qual è l'amministrazione rinvia un rafforzamento del perseguimento dell'interesse sociale; analogamente potrebbe ritenersi nella fattispecie.

47 C.A. NIGRO, L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021(1-2), pp. 172ss. Cfr. anche i contributi di ENRIQUES (*Diritto societario e finanziamento delle imprese innovative: quali riforme in Europa e in Italia?*, in *Rivista delle società*, 2025, p. 577ss.) e NOTARI (*Norme imperative e libertà statutaria nel venture capital*, in *Rivista delle società*, 2025, p. 587ss.).

48 Sopra, paragrafo 7.

49 Articolo 38-bis, comma 2: "Il gestore esterno può essere anche socio della società di partenariato".

Solo una riflessione specifica, prima di concludere, sull'affidamento della gestione a un socio, con riguardo all'assolvimento dei doveri nei confronti delle Autorità di vigilanza, ove si consideri l'accentramento della vigilanza pubblica sul gestore in caso di gestione esternalizzata⁵⁰; sarà quindi normale che nel caso ipotizzato il (socio-)gestore utilizzi a fini gestori la propria organizzazione, più che quella della società di partenariato.

Mi fermo qui e vi ringrazio dell'attenzione.

⁵⁰ Articolo 38-bis, commi da 7 a 9.

La riforma del TUF e il tramonto del divieto di interlocking directorates

MIA CALLEGARI

Professoressa Ordinaria di Diritto commerciale
Università di Torino

Negli interessantissimi convegni "a caldo" sulla Riforma del TUF, organizzati da Raffaele Lener e da Paola Lucantoni - che ringrazio davvero per questo invito di cui sono onorata - non poteva mancare una sessione dedicata all'interlocking. Un tema da sempre oggetto di particolare attenzione nel contesto del mercato italiano e di una disciplina peculiare, che ha sempre acceso un intenso dibattito sulla opportunità della sua ratio e sulla positività o meno dei suoi effetti.

I) Parlare del divieto di *interlocking* ex art.36 d.l. 201/2011 (convertito nella legge n.214/2011) significa parlare di un'anomalia, di un'eccezione.

La norma, come sappiamo, è nata in un contesto eccezionale e si inserisce in un ambito applicativo settoriale e speciale, per quanto ampio, ovvero il mondo creditizio, assicurativo e finanziario.

Essa fu infatti introdotta in tutta fretta con il primo decreto del Governo Monti, nominato sul finire del 2011 per affrontare la crisi finanziaria, e fa divieto ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare cariche analoghe in imprese o gruppi di imprese concorrenti. Coerentemente con i principi antitrust europei e nazionali, gli *Interlocking Directorates* tra imprese appartenenti al medesimo gruppo non ricadono nell'applicazione del divieto (2° comma).

Si tratta di una disposizione criticata e nel tempo assoggettata a progressiva erosione, attraverso le linee interpretative emanate da Banca d'Italia, Consob e IVASS, d'intesa con AGCM, nel 2012, 2018 e nel 2024 al fine di circoscriverne l'ambito di applicazione esclusivamente ai casi di intrecci di cariche tra imprese di dimensioni potenzialmente in grado di assumere rilievo sotto il profilo della tutela della concorrenza e allineare nel

tempo tali criteri alle evoluzioni normative in materia antitrust.

Al di là di questa progressiva evoluzione, se ne sono in ogni caso da sempre criticate la necessità, la formulazione e gli effettivi spazi applicativi.

II) Naturale che, di fronte a tale dibattito, e a una sostanziale contrapposizione tra Autorità Antitrust e Bankitalia e ABI, un ripensamento fosse auspicato e sia puntualmente arrivato, nell'alveo della delega contenuta nell'art.19 Legge Capitali, sotto uno dei mantra di questa riforma, ovvero la semplificazione degli oneri di *compliance*.

A) Quali sono a una prima lettura le novità del testo contemplato dall'art. 8 dello Schema di Decreto recante attuazione della delega di cui all'art.19 Legge Capitali⁰¹?

Una prima novità riguarda la limitazione dei soggetti destinatari del divieto: dai "titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo" vengono infatti **espunti "i componenti degli organi di controllo"**. La giustificazione, esplicitata peraltro dalla relazione illustrativa, è che "i componenti degli organi di controllo non concorrono all'esercizio della gestione sociale, ma si limitano a vigilare e controllare". L'intento è condivisibile e risponde alle critiche inerenti all'eccessiva ampiezza dei destinatari del divieto, che hanno sempre caldeggiato più in generale una limitazione o una diversa considerazione anche dei titolari di cariche non esecutive. **La soluzione si collega anche a un rinnovato favor per la figura sindacale**, il cui ruolo nella *governance societaria* è stato ridisegnato nel senso di una maggiore centralità (limitazione di responsabilità, nuovi e più penetranti poteri anche in caso di crisi, sindaco di gruppo).

Seconda novità è che il divieto viene circoscritto anche dal punto di vista oggettivo: il divieto riguarda l'assunzione o l'esercizio di analoghe cariche in imprese concorrenti – espressione che rimane immutata – o **"in capogruppo di gruppi cui appartengono imprese concorrenti"** – in luogo di **"o gruppi di imprese concorrenti"**. **Qui è evidente che la modifica incide in modo significativo restringendo gli effetti applicativi del divieto**, recependo almeno in parte, una critica di fondo che era stata rivolta all'attuale art. 36, ovvero quella di contenere un **divieto orizzontale**, prescindendo da ogni valutazione circa la sussistenza di un effettivo rapporto di concorrenza (Ghezzi). **La riforma consente dunque già di escludere dall'applicazione del divieto il cd. Interlocking settoriale, piuttosto criticato in quanto ingiustificato dalla sussistenza di un concreto rapporto concorrenziale.**

Ultima novità: il comma 3 che inserisce direttamente nella norma la soglia di rilevanza ai fini dell'applicazione del divieto, indicandola nel fatturato totale realizzato individualmente dall'impresa a livello nazionale superiore al decuplo della soglia individuata dall'art. 16, co.1 L. 287/90 per la valutazione delle operazioni di concentrazioni tra imprese a fini antitrust (suscettibile di periodici aggiornamenti).

⁰¹ La presente Relazione tiene conto dell'art. 8 Schema Decreto recante attuazione della delega di cui all'art.19 Legge Capitali. Come noto, nel testo definitivo del d. Lgs. 27 marzo 2026, n.47, l'art. 8 abroga l'art. 36 d.l. n.201/2011, convertito con modificazioni dalla legge 22 dicembre 2011, n.214.

Anche sotto questo profilo, la novella recepisce più suggestioni. Da un lato, esprime la necessità di non applicare il divieto alle imprese più piccole e con impatto locale, non suscettibili di incidere sulla concorrenza, in linea con quanto già evidenziato nelle citate Comunicazioni delle autorità di vigilanza e portato ora direttamente a livello normativo. Dall'altro, risponde a un'esigenza di allineamento e uniformazione ai criteri e alle soglie applicate in materia antitrust.

Mi sia consentito un inciso. Questo passaggio ha una rilevanza anche storica e comparatistica. Il divieto di *Interlocking Directorates* si ispira come noto alla disciplina ultracentenaria statunitense, che tuttavia ha come presupposto un rapporto di concorrenza diretta tra imprese, in mancanza del quale non pare esservi ragione che possa giustificare un divieto assoluto e permanente *ex ante*. Vi è quindi un allineamento che giustificerebbe la permanenza del divieto, così ridimensionato.

L'art. 36, nel testo proposto dall'art. 8 dello Schema Decreto, non è oggetto di altre proposte di modifica, sicché la regolamentazione del procedimento sanzionatorio e delle sanzioni ne risulterebbero invariati.

B) È sufficiente la proposta di riforma contenuta nell'art.8 dello Schema Decreto? È opportuna l'integrale abrogazione del divieto?

Queste le domande che agitano il dibattito in questi giorni e di fronte alle quali assumono particolare rilievo alcune prime reazioni "istituzionali", che propendono per soluzioni divergenti.

In data 25.2.2026 le Commissioni 2 (Giustizia) e 6 (Finanze e Tesoro) esprimono parere favorevole rispetto all'art.8, ma suggeriscono al Governo di "valutare l'opportunità di abrogare integralmente il divieto di *interlocking*. La posizione si pone sulla scia dell'Audizione di ABI in data 5 dicembre 2025 - che aveva sottolineato la necessità di allineamento alle regole europee, eliminando un significativo disallineamento competitivo tra l'Italia e gli altri Paesi membri, e dell'Audizione della Vigilanza Bancaria della Banca d'Italia (Siani) in data 25.11.2025, per cui l'attuale disciplina prudenziale sull'idoneità degli esponenti aziendali viene ritenuta sufficiente presidio per il perseguimento degli obiettivi cui è finalizzato il divieto.

In posizione contrapposta, in un'intervista in data 26.2.2026, il Capo di Gabinetto dell'Antitrust, Giovanni Calabrò, ha ricordato l'importanza e gli effetti positivi del divieto "con effetti pro-concorrenziali anche sulle condizioni praticate alla clientela" e ha invitato a non indebolire il presidio concorrenziale.

Mi permetto di aggiungere alcune suggestioni in ordine sparso sui pro e i contro di questa contrapposizione.

Se il divieto di *interlocking*, come abbiamo visto nell'accennare alla *ratio* della sua introduzione, nasce da un preciso contesto, allora dobbiamo chiederci se il contesto è ancora attuale o se è mutato e, quindi, se l'attuale contesto richieda ancora un divieto, seppure in qualche modo significativamente circoscritto.

È cosa nota che l'introduzione del divieto fu uno dei cavalli di battaglia dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato negli anni 2008-2010 anche in funzione anticrisi. Un'Indagine Conoscitiva dell'Antitrust sulla *corporate governance* di banche e assicurazioni del 2008 (IC36) aveva posto in evidenza come, sulla base di un campione misto (banche, assicurazioni e SGR), oltre **l'80% dei gruppi analizzati (il 96% in termini dimensionali) presentasse incarichi incrociati**, con possibili effetti di attenuazione della competizione. **Un fenomeno tutto italiano:** nel contesto europeo, l'*interlocking* era inesistente in Spagna e Olanda e si attestava su percentuali dal 25 al 45% in Francia, Germania e Gran Bretagna. Alcuni tra i principali gruppi bancari e assicurativi (Unicredit, Intesa, Generali Premafin, UBI) potevano contare da 13 a 16 membri di propri organi di amministrazione e controllo contemporaneamente presenti negli organi di governo di almeno una società appartenente a un gruppo considerato "concorrente".

Alla base dell'introduzione del divieto vi è dunque questo **carattere relazionale del capitalismo italiano, ritenuto endemico e pervasivo**, e capace di indurre situazioni cd. di *quiet life* e, dunque, di non belligeranza tra le imprese coinvolte.

La norma è stata efficace?

I dati successivi alla sua introduzione, quindi post 2011, confermano che non si riscontrano più legami rilevanti tra i principali gruppi, come dettagliatamente illustrato da Ghezzi e Picciau in un'analisi delle strutture di *governance* compiuta nel 2020 sul campione dei 25 principali gruppi bancari operanti in Italia. Inoltre, non sfugge la rilevanza di altre interessanti ricostruzioni, da cui emergono **effetti pro-concorrenziali anche sulle condizioni praticate alla clientela**. Mi riferisco alla ricerca Barone-Schivardi-Sette pubblicata nel 2020 e poi aggiornata nel luglio 2025, che accerta una **significativa riduzione dei tassi sui prestiti e un lieve incremento dei prestiti erogati post divieto**.

Da un lato, è dunque evidente che la norma ha raggiunto il suo **obiettivo intermedio**.

Ora, se il rischio collusivo pare rientrato, si può ritenere ex post che l'attuale complessivo quadro offerto in materia dai presidi della disciplina antitrust e, se vogliamo, anche dei principi generali in tema di *governance* (artt. 2390 e 2391 c.c.) e delle regole della concorrenza e dei segreti, possano offrire correttivi più che sufficienti rispetto al rischio di legami personali tra gli organi di amministrazione.

Si è infatti giustificata l'introduzione di uno strumento ex ante quale correttivo rispetto a un fenomeno radicato e diffuso, che tuttavia adesso appare reciso.

C'è solo un elemento nell'attuale contesto che forse potrebbe giustificare la permanenza di un divieto calmierato: i processi di ristrutturazione e concentrazione negli ultimi anni hanno più che dimezzato le banche operanti nel nostro paese e il numero di incarichi astrattamente conferibili (se nel 2010, le imprese rientranti nei primi 25 gruppi bancari italiani erano 130 con 2060 incarichi; nel 2018, erano solo più 58 con 846 incarichi), cui si aggiunge la diminuzione del numero dei componenti dei consigli di amministra-

zione delle banche, rilevata nelle ultime relazioni annuali sulla *corporate governance*. Si tratta tuttavia di fenomeni che si sono affermati proprio in costanza di un divieto ben più ampio e che quindi appaiono svincolati dall'esistenza del divieto, anche se non è da escludersi che, in caso di soppressione del divieto, legami personali in un mercato fortemente regolato e piuttosto concentrato possano determinare effetti restrittivi di rilevante impatto competitivo.

Del resto, le esperienze di divieti permanenti di *interlocking directorates* sono rare a livello internazionale: oltre a quella statunitense (Sect. 8 Clayton Act), si citano il Giappone, la Corea del sud e la Thailandia, non senza porre in evidenza la profonda diversità storica ed economica dei contesti di introduzione della normativa. È da notare poi che, con particolare riferimento al modello statunitense, e senza poter scendere nel dettaglio, che proprio il settore bancario è oggetto di una regolamentazione separata (il cd. Money Trust), in base alla quale le banche possono richiedere di essere esentate dal divieto.

A livello europeo, al di fuori dell'isolato caso italiano, le criticità in tema di *interlocking* sono normalmente affrontate attraverso la normativa sulla concorrenza. A ciò si aggiunga che, anche nel contesto interno, nei settori in cui il divieto non opera, diversi sono gli effetti positivi dell'*interlocking* per le imprese, in termini di maggiore capitalizzazione di mercato e di livelli positivi in termini di vendite e asset, con *performance* più elevata nel breve periodo e una migliore valutazione da parte dei mercati. In alcuni contesti, l'*interlocking* è anche visto come uno strumento per creare rete, per gestire criticità imprenditoriali e per condividere risorse e competenze gestionali che potrebbero rivelarsi trainanti rispetto alla lamentata obsolescenza del mercato italiano.

Un'ultima notazione. In contrasto con uno dei timori diffusi in relazione all'introduzione dell'art.36 d.l. n. 201/2011, cioè una riduzione del livello di competenze ed esperienza negli organi di amministrazione e di controllo, mi pare che invece l'esperienza del divieto di *interlocking directorates* si collochi in un *trend* opposto e, per il vero positivo, per le imprese, in cui rientrano la disciplina sulle quote di genere e sui limiti al cumulo di incarichi. Un *trend* volto a indurre ad ampliare il novero delle candidate e dei candidati considerati per le singole posizioni, nell'ottica di incrementare la *diversity* dei componenti degli organi sociali, intesa come un valore in termini di efficienza della governance e in linea con una concezione di governance sostenibile.

In conclusione, i tempi sono chiaramente ormai maturi per il tramonto del divieto⁰², ma è comunque auspicabile che permanga l'attenzione alla tutela della *diversity* all'interno degli organi sociali e alla riduzione dei fenomeni di *path dependence* che hanno spesso portato a proporre e nominare i "soliti noti".

⁰² Successivamente al Convegno, l'art. 8 del d. Lgs. 27 marzo 2026, n.47 ha abrogato l'art. 36 d.l. n.201/2011, convertito con modificazioni dalla legge 22 dicembre 2011, n.214.

Breve bibliografia

G. BARONE – F. SCHIVARDI – E. SETTE, *Interlocking directorates and Competition in Banking*, in *The Journal of Finance*, vol. 80, issue 4, 1963ss.; A. BENOCCI, *le novità del progetto di riforma del mercato dei capitali in materia di collegio sindacale*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2025; S. BRUGNOLI, *il divieto di interlocking nel decreto salva Italia. Analisi normativa e criteri per l'applicazione*, in *Rivista delle Società*, 2015, 425ss.; M. CERA, *Interlocking directorates nelle società bancarie, finanziarie e assicurative: evoluzioni e problemi*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2010, 276; S. CORSO, *Gli interessi "per conto di terzi" degli amministratori di società per azioni*, Torino, 2016, 149ss.; M. FILIPPELLI, *Interlocking directorates e segreti commerciali*, in *Aida*, 2024, 67ss.; F. GHEZZI, *Legami personali tra intermediari finanziari e diritto della concorrenza. Sull'opportunità di introdurre uno specifico divieto "anti-interlocking" nell'ordinamento italiano*, in *Riv. Soc.*, 2010, 997ss.; F. GHEZZI – C. PICCIAU, *Il divieto di interlocking nel settore finanziario: spunti da un'analisi empirica sui principali 25 gruppi bancari italiani*, in *Riv. Soc.*, 2020, 1659ss.; R. LENER – P. LUCANTONI, *Il mercato finanziario*, Torino, 2024; S. MAURUTTO, *Beyond the shadow of interlocking directorates: minacce e opportunità di un trapianto giuridico parziale*, in *ilcaso.it*, 2022; P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, 707ss.; R. SANTAGATA, *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*, Torino, 2012 (in cui si veda in part. il capitolo di M. MIOLA (Interlocking directorates e doveri degli amministratori)); R. SANTAGATA, *I criteri per l'applicazione del divieto di interlocking directorates nei mercati bancari, finanziari ed assicurativi*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, 241ss.; F. THEPOT, *Interlocking Directorates in Europe: An Enforcement Gap*, in M. CORRADI – J. NOWAG (a cura di), *Intersections between Corporate and Antitrust Law*, Cambridge University Press, 2023, 190ss.

Interlocking e competitività: verso il superamento dell'art. 36 del decreto Salva Italia

TERESA BROGGIATO

Segretario tecnico, Comitato tecnico-strategico Antitrust
ABI

Nel mio intervento vorrei:

1. riprendere alcune questioni che sono emerse quando si è applicato il divieto di interlocking, soprattutto per via del collegamento con concetti tipici del diritto antitrust previsto dall'art. 36
2. ricordare gli interventi di ABI nel tempo volti a segnalare possibili "falsi positivi" generati dall'applicazione di questa normativa
3. sottolineare che, alla luce dell'evoluzione complessiva della normativa, sarebbe opportuno esercitare pienamente la delega e arrivare a eliminare del tutto l'art. 36 del Salva Italia

1. L'art. 36, emendato in sede di conversione del DL Salva Italia, è entrato in vigore il 28 dicembre 2011.

Il successivo 20 aprile – al fine di rispondere ai numerosi dubbi interpretativi sollevati dalla norma – la Banca d'Italia, la Consob e l'Ivass emanavano, congiuntamente, un documento recante i "Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. 'Salva Italia' (cd. divieto di *interlocking*)"⁰¹. Ai "Criteri" ha fatto seguito, a stretto giro, un ulteriore documento di FAQ.

Entrambi sono stati condivisi dall'AGCM, con cui le Autorità di Vigilanza hanno ritenuto necessario collaborare.

⁰¹ Il documento – elaborato dalle tre Autorità nell'ambito di un Tavolo tecnico costituito presso il MEF – è stato predisposto con il supporto dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato la quale, come si legge nella parte introduttiva, "condivide i criteri individuati".

Infatti, nella declinazione dei Criteri applicativi in ossequio alla norma primaria, le Autorità di Vigilanza hanno non solo utilizzato nozioni e principi degli ordinamenti settoriali di cui esse sono direttamente responsabili (ad esempio, le figure aziendali cui il divieto si indirizza) ma hanno altresì richiamato metodologie e nozioni proprie del diritto antitrust, in tema di “imprese concorrenti” e “mercato rilevante”.

Se, da un lato, il richiamo automatico a categorie antitrust – maturate prevalentemente nel contesto del controllo delle concentrazioni – **consente all’interprete di ancorarsi a un corpus di principi consolidato, dall’altro lato, tale impostazione ha evidenziato** nel tempo profili di **criticità**.

In particolare, **essa espone la disciplina dell’interlocking al rischio di effetti indiretti** e non sempre prevedibili **ogniquale volta intervengano modifiche normative nel diritto antitrust**, essendo tali modifiche **concepiti per finalità estranee alla materia dell’interlocking**.

Tale problematica è emersa in più occasioni.

Ad esempio, per citare il caso più risalente, ricordo che – nel 2014 – l’AGCM aveva posto in consultazione una proposta di revisione delle soglie di fatturato rilevanti ai fini della notifica delle operazioni di concentrazione, ipotizzando una riduzione della soglia riferita all’impresa oggetto di acquisizione da 48 a 10 milioni di euro.

Sebbene l’iniziativa fosse finalizzata a rafforzare il controllo sulle concentrazioni, essa presentava potenziali impatti indiretti sulla disciplina dell’interlocking, poiché l’art. 36 rinvia – per l’individuazione del perimetro soggettivo di applicazione del divieto – alle soglie di fatturato previste dalla legge antitrust.

Un abbassamento così importante della soglia – ove la prefigurata revisione normativa fosse andata avanti – avrebbe comportato un grave effetto indiretto: ossia un ampliamento significativo ed ingiustificato del numero di imprese (e delle relative cariche) potenzialmente assoggettate al divieto di interlocking.

2. Venendo al secondo punto, ricordo che l’Associazione ha più volte evidenziato come **la valenza anticoncorrenziale dei legami personali non può essere considerata né automatica né univoca**.

La mera sussistenza di un cumulo di incarichi non è, di per sé, sufficiente a dimostrare un pregiudizio alla concorrenza: **spetta piuttosto alle Autorità di Vigilanza ricomporre complessivamente gli elementi dell’analisi e adottare i conseguenti provvedimenti sulla base della concreta ed effettiva incidenza del legame personale sulle autonome decisioni delle imprese interessate**, evitando così il rischio di “falsi positivi”.

In tale prospettiva – in attesa di un intervento specifico da parte del legislatore primario – a partire dal 2015 e in seguito all’entrata in vigore della direttiva “CRD IV”, l’ABI ha sollecitato la Banca d’Italia a farsi promotrice di una revisione dei Criteri originari, al fine di esplicitare – quale diretta applicazione dei principi di ragionevolezza e proporzionalità

ivi contenuti – il potere dell'Autorità settoriale di consentire situazioni di *dual service* che non comportino restrizioni significative della concorrenza né criticità sotto il profilo della sana e prudente gestione.

In termini più generali, si è sottolineata la necessità che la disciplina degli interlocking maturi verso un approccio più consapevole ed equilibrato. Infatti, in molti contesti, il legame personale può svolgere una funzione fisiologica e positiva, consentendo alle imprese interlocked di valorizzare competenze specialistiche e mobilitare risorse manageriali scarse.

3. Oggi, l'esperienza maturata negli anni di vigenza della disciplina e le significative novità nel frattempo intervenute nella regolamentazione bancaria confermano l'esigenza di riconsiderare l'intero impianto normativo dell'*interlocking*.

Al riguardo, l'ABI – nel dicembre scorso, in audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze del Parlamento – ha segnalato la necessità di **esercitare compiutamente la delega, sopprimendo integralmente l'art. 36 del "Salva Italia"**.

Ciò anche ricollegandosi a quanto evidenziato dalla stessa Banca d'Italia, considerato che **l'evoluzione della disciplina dei requisiti di idoneità all'incarico degli esponenti dei settori vigilati, cui è diretto il divieto, oggi prevede significativi strumenti di mitigazione del rischio di coincidenza di cariche** (disciplina del c.d. "time commitment", limiti al cumulo di incarichi, articolati requisiti di indipendenza). Tali strumenti non erano presenti nell'ordinamento all'epoca della promulgazione del Decreto-legge. Appare, pertanto, opportuno adottare una prospettiva sistematica sul tema, che tenga conto dell'evoluzione complessiva della normativa e operi in maniera ancor più incisiva e coerente con le finalità generali della riforma.

L'eliminazione del divieto previsto dal Decreto Salva Italia **è significativa anche in un'ottica di riduzione degli oneri di compliance a carico degli intermediari**.

Tale esigenza è ulteriormente rafforzata dal fatto che in Europa è assente un'analoga regolamentazione: **la disciplina del "Salva Italia"** continua a porsi come un ulteriore, delicato **fattore di disallineamento normativo tra l'Italia e gli altri competitor nel Mercato Unico** e necessita, quindi, di revisione anche al fine di ripristinare un campo di gioco livellato e parità di condizioni operative tra intermediari europei.

Per concludere, ricordo che, in febbraio, la Commissione europea ha avviato una consultazione mirata sulla **competitività del settore bancario dell'UE**. La Commissaria Albuquerque ha dichiarato: *Le banche europee sono oggi più forti e più resilienti grazie ai progressi compiuti attraverso il nostro solido quadro normativo e grazie all'Unione bancaria, che hanno contribuito a salvaguardare la stabilità finanziaria. Ma la resilienza deve andare di pari passo con la competitività. Vogliamo ascoltare i portatori di interesse e contribuire a un'agenda orientata al futuro per un settore bancario europeo più dinamico e competitivo.*

Proprio questi obiettivi rendono oggi – a maggior ragione – "distonico" il permanere di

una disciplina nazionale disallineata rispetto all'Europa che pone le banche italiane su un piano di gioco non livellato rispetto agli altri Paesi UE.

Cenni al downlisting nella riforma del t.u.f.

ANDREA SACCO GINEVRI

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Roma Tre

SOMMARIO*: 1. Premessa. – 2. La disciplina del *downlisting* nel nuovo comma 1-bis dell'art. 133 t.u.f. – 3. Alcuni profili di attenzione. – 4. Sintetiche considerazioni.

1. Premessa

Trovandomi a presiedere e introdurre la sessione dedicata ai “*Mercati*”, nel più ampio contesto di un convegno su “*La riforma del TUF: intermediari e mercati*”, ho ritenuto di particolare interesse concentrare l'attenzione – compatibilmente con il limitato spazio riservato a chi coordina – sulla nuova fattispecie di *downlisting* introdotta dal d.lgs. n. 47 del 27 marzo 2026 recante riforma del testo unico della finanza⁰¹.

L'ingresso nell'ordinamento finanziario italiano di una disciplina specifica per le operazioni di trasferimento regressivo dai mercati regolamentati ai sistemi multilaterali di negoziazione (c.d. *downlisting* o *downscaling*) è perfettamente coerente con la filosofia sottesa al nuovo t.u.f., volta a incentivare l'accesso e la permanenza dell'impresa nel

* Il presente contributo costituisce il testo, con aggiunta di note, della relazione tenuta in occasione del convegno “*La riforma del TUF: intermediari e mercati*” organizzato presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma in data 12 marzo 2026, poi ulteriormente elaborato insieme a F. ANNUNZIATA e pubblicato col titolo “*Downlisting in Italy. Preliminary thoughts on the recent reform of the Italian Securities Act*” in *Bocconi Legal Papers*, 4 maggio 2026, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=6710238>.

⁰¹ Il decreto legislativo di cui trattasi dà attuazione alla delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento.

mercato mobiliare⁰² anche valorizzando i profili di *reversibilità* della quotazione, in coerenza con l'assunto che «*i vantaggi di una quotazione oggi scontano anche i costi di un delisting domani*»⁰³.

Donde l'ampliamento delle opzioni di *delisting*, ad es. per via dell'abbassamento della soglia dello *squeeze-out* dal 95% al 90%⁰⁴, ovvero grazie al nuovo schema offerto dall'*acquisto totalitario su autorizzazione dei soci*⁰⁵, nonché progressivamente mediante il *downlisting* (nel rispetto del nuovo comma 1-bis dell'art. 133 t.u.f.) o il tradizionale *translisting* (ancora oggi consentito dal primo comma della medesima norma)⁰⁶.

In sintesi, la mobilità discendente tra mercato regolamentato e sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) mira a consentire la permanenza degli emittenti sui listini attraverso «*una riduzione degli oneri di compliance e organizzativi*», nel convincimento che «*favorire il downlisting, nel rispetto di talune cautele, significa creare un'alternativa valida al definitivo abbandono del mercato*»⁰⁷. Al contempo, la riforma del t.u.f. conferma la necessità che le operazioni di uscita dell'emittente dal mercato regolamentato continuino ad avvenire nel rispetto dei presidi e delle tutele assicurati da percorsi societari o di mercato tipici, rispondenti a logiche imprenditoriali chiare offrendo rimedi soddisfacenti.

2. La disciplina del *downlisting* nel nuovo comma 1-bis dell'art. 133 t.u.f.

Prima di fare cenno alla nuova disciplina sul *downlisting*, è opportuno rammentare che la versione del comma 1-bis dell'art. 133 t.u.f. originariamente prevista dallo schema di d.lgs. di riforma del t.u.f.⁰⁸ è stata oggetto di molteplici commenti nel corso dei lavori consultivi delle commissioni parlamentari, per lo più orientati a incrementare il livello di tutela delle minoranze azionarie interessate. Nello specifico, le proposte di modifica – solo in parte accolte – si sono focalizzate sull'opportunità di prevedere espressamente il riconoscimento del recesso da *delisting* in capo ai soci non consenzienti rispetto

02 Cfr. F. FRENI, *Per un codice dei mercati finanziari*, in AA.VV., *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza* a cura di A. Sacco Ginevri, Milano, 2026, spec. 23; F. CAPRIGLIONE-A. SACCO GINEVRI, *Diritto e mercato finanziario fra passato e futuro: una conversazione*, in AA.VV., *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza* a cura di A. Sacco Ginevri, Milano, 2026, 284 ss.

03 Sia consentito il rinvio a A. SACCO GINEVRI, *OPA e delisting*, in *Riv. soc.*, 2022, spec. 942.

04 Cfr. art. 111, comma 1, del t.u.f.

05 Cfr. art. 112-bis del t.u.f.

06 Osserva D.U. SANTOSUOSSO, *L'accesso delle imprese ai mercati e il rapporto tra mercati regolamentati e non regolamentati*, in AA.VV., *Competitività dei capitali e riforma del testo unico della finanza* a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2025, 143 ss., che «*[l]a dequotazione può considerarsi "debole" quando ha come esito un mercato meno regolamentato, ... può dirsi "forte", quando con la dequotazione la società non è più quotata in alcun mercato*».

07 In questo senso si esprime la relazione illustrativa di accompagnamento allo schema di riforma del t.u.f.

08 Schema consultabile in <https://www.camera.it/leg19/682?atto=331&tipoAtto=atto&idLegislatura=19&tab=>.

alla deliberazione assembleare di *downlisting*, la sterilizzazione dei sistemi statutari di potenziamento del voto nell'ambito di tali deliberazioni, l'estensione integrale della disciplina dell'o.p.a. anche agli MTF, e la fissazione, già in sede di norma primaria, di un *quorum* assembleare rafforzato pari al 90% del capitale presente; il tutto onde evitare una «*sostanziale compressione delle tutele riconosciute agli investitori, senza le contropartite normalmente previste per le operazioni di uscita dal mercato regolamentato*»⁰⁹.

Il nuovo comma 1-bis consente ora alle società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani di richiedere il trasferimento delle negoziazioni dei propri strumenti finanziari su un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Stato dell'Unione europea, a condizione che: (a) il gestore del mercato regolamentato di partenza accerti che l'MTF di destinazione contenga regole che assicurino un livello di tutela equivalente in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio obbligatorie (artt. 105-112 t.u.f.), secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento¹⁰; (b) ferma l'applicazione dell'art. 2437-*quinquies* cod. civ. in materia di recesso, l'assemblea straordinaria dell'emittente abbia approvato il trasferimento delle negoziazioni almeno due mesi prima che esso abbia luogo, con le maggioranze assembleari prescritte dalla Consob con regolamento; e (c) l'emittente abbia assicurato, almeno due mesi prima della data prevista per il trasferimento, la diffusione di informazioni circa le ragioni dell'operazione e le relative conseguenze per gli investitori, con le modalità stabilite dalla Consob con regolamento, secondo quanto precisato da ulteriori disposizioni introdotte con la riforma del t.u.f.¹¹.

Il novellato art. 133 va letto tenuto conto dei nuovi commi 10-bis dell'art. 127-*quinquies* t.u.f. e 3-bis dell'art. 127-*sexies* t.u.f., ai sensi dei quali nelle delibere assembleari di *downlisting* non trovano applicazione né il voto maggiorato né il voto plurimo¹².

Inoltre, gli emittenti di nuova quotazione e le PMI che abbiano aderito alla nuova disciplina semplificata per le neo-quotate, qualora realizzino successivamente il *downli-*

09 Così si esprime la memoria di Assogestioni. Similmente la memoria Consob, il parere delle commissioni parlamentari, la memoria di Borsa Italiana, tutti consultabili in <https://www.camera.it/leg19/682?atto=331&tipoAtto=atto&idLegislatura=19&tab=>.

10 Il nuovo comma 3-bis inserito nell'art. 69 t.u.f. dispone: «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 medesimi».

11 Ai sensi dell'art. 11, comma 5, del d.lgs. 47/2026, la Consob adotta le disposizioni di attuazione dell'art. 133, comma 1-bis t.u.f. entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della riforma, restando inteso che tale norma si applica a decorrere dalla data di applicazione delle disposizioni di attuazione di cui trattasi e in ogni caso alla scadenza del termine di attuazione dianzi menzionato.

12 Il catalogo delle deliberazioni assembleari in cui viene meno il potenziamento del voto è più ampio rispetto al *downlisting*, e contempla anche altre fattispecie, fra cui quelle del *tranlisting*, della fusione con *delisting*, del trasferimento della sede all'estero e dell'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci ai sensi del nuovo art. 112-bis t.u.f. (c.d. *scheme of arrangement*).

sting, possono conservare le clausole statutarie agevolate loro applicabili, se e in quanto compatibili con le regole dell'MTF di destinazione, a eccezione di quelle concernenti l'esclusione delle cause di recesso previste dalla nuova disciplina delle neo-quotate; e ciò a condizione che le azioni di detti emittenti siano state negoziate sul mercato regolamentato per un periodo continuativo non inferiore a tre anni¹³.

Il modello prescelto presenta notevoli affinità con il referente francese, nel quale è parimenti richiesto che il sistema di destinazione sia soggetto alle norme sull'o.p.a. obbligatoria e che intercorra uno iato di almeno due mesi fra la deliberazione dell'assemblea straordinaria (nonché l'informativa al mercato sull'operazione medesima) e l'esecuzione del *downlisting*¹⁴.

In sintesi, la riforma del t.u.f. legittima un *downlisting* "puro" – e, cioè, non connesso a un'operazione societaria (ad es. fusione/scissione) o di mercato (ad es. o.p.a. / *scheme of arrangement*) – nel rispetto di una serie di presidi sostanziali e procedurali a tutela delle minoranze azionarie, giustificati dal fatto che, nel nuovo *status* di soci di emittenti quotati su MTF (e non più in mercati regolamentati), le *minorities* si troverebbero a detenere titoli tendenzialmente meno liquidi in una società connotata da un minor livello di protezione regolamentare, per via della fisiologica *proporzionalità* fra intensità delle regole di funzionamento degli operatori e grado di salvaguardia degli investimenti che connota le diverse sedi di negoziazione.

3. Alcuni profili di attenzione

La novella in commento rappresenta uno dei profili di maggior interesse della riforma del t.u.f.

In primo luogo, merita evidenziare la scelta del legislatore di confermare esplicitamente l'applicabilità del recesso *ex art. 2437-quinquies* cod. civ. in favore dei soci che non dovessero concorrere con la deliberazione assembleare di *downlisting*, a seguito delle osservazioni formulate nelle consultazioni presso le commissioni parlamentari. Il riconoscimento del recesso rende certamente più oneroso il *downlisting*; tuttavia, in assenza di tale precisazione si sarebbe determinata incertezza circa l'applicabilità dell'*art. 2437-quinquies* cod. civ. all'operazione in esame, ed è stato preferibile esplicitare la relativa scelta di *policy*, fondata sull'assunto – per molti versi intuitivo – che l'abbandono del mercato regolamentato comporti la perdita di tutele equivalenti, *in primis* il grado di liquidabilità del titolo.

Coerentemente, ai fini del *downlisting* non è richiesto che il mercato di destinazione riconosca una tutela equivalente degli investitori intesa in senso ampio (essendo suf-

¹³ Si v. art. 154.2, comma 4, t.u.f. e art. 16, comma 5, d.lgs. n. 47/2026.

¹⁴ Cfr. M. SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2025, spec. 202 ss.; G. BALP, *Downlisting*, in *Delisting of Stock Corporations in Europe and Beyond: Rationales, Forms, and Perspectives* a cura di V. Tountopoulos e R. Veil, Londra, 2025, 187 ss., ove ampi riferimenti anche ad altri ordinamenti fra cui, in particolare, quello tedesco.

ficiente che essa sia limitata alla disciplina dell'o.p.a. obbligatoria), diversamente da quanto necessario per *il translisting* ai sensi del comma 1 dell'art. 133 t.u.f.¹⁵.

In secondo luogo, non sorprende la sterilizzazione *ope legis* delle formule di potenziamento del voto nelle delibere di *downlisting* poiché anche in tale ambito rileva l'interesse ad assicurare che decisioni organizzative così rilevanti per la vita della società – tali da richiedere assemblea straordinaria, maggioranze rafforzate e recesso per i soci non consenzienti – registrino un'approvazione altamente diffusa, senza eccessivi condizionamenti da parte della coalizione di controllo.

In linea con taluni modelli stranieri, è da giudicare favorevolmente sia la necessità che l'impianto regolamentare di destinazione mantenga meccanismi di tutela in materia di o.p.a. obbligatoria equipollenti a quelli di partenza, a salvaguardia di un potenziale *exit* futuro a premio per gli investitori rimasti, sia la previsione di uno iato temporale fra annuncio del *downlisting* e sua consumazione, che permetta di spalmare su un periodo sufficientemente ampio gli effetti sul titolo derivanti dall'attualizzazione dell'operazione.

4. Sintetiche considerazioni

Il *favor* verso la *adattabilità* del paradigma organizzativo dell'impresa alle mutate dinamiche del contesto di riferimento è sotteso al nuovo impianto regolamentare delineato dalla riforma del t.u.f., principalmente volto ad agevolare sia l'ingresso dell'impresa nel mercato finanziario (IPO), sia la permanenza duratura su tale mercato, beneficiando della veste ritenuta di tempo in tempo più adeguata ai naturali cambiamenti della fase evolutiva dell'impresa medesima.

Una maggiore flessibilità nel *delisting* e nel *downlisting*, così come nella scelta del modello organizzativo di quotazione, facilita ulteriormente il mutamento della struttura anatomica dell'impresa societaria. Tale flessibilità, garantita dall'adattabilità della disciplina organizzativa allo sviluppo dell'attività imprenditoriale, consente di preservare le normali dinamiche evolutive del *business* nel nome dell'efficienza.

In quest'ottica va giudicato positivamente l'affievolimento, progressivo e organico, degli scalini normativi fra società chiuse e società aperte, anche attraverso un più agevole passaggio – progressivo o regressivo, ma in entrambi i casi graduale – fra mercati di intensità regolatoria diversa, purché con modalità trasparenti e presidi chiari, anche a tutela degli interessi degli investitori a partecipare al gioco seppur con regole rivisitate.

¹⁵ Quello della necessaria tutela equivalente dell'investitore, unitamente al tenore letterale dell'art. 2437-*quinquies* cod. civ. che, come detto, sembra riferirsi all'abbandono del mercato regolamentato, giustificano, infatti, le tesi che escludono la ricorrenza del recesso in ipotesi di *translisting ex* comma 1 dell'art. 133 t.u.f.

Mercati finanziari italiani: semplificazione normativa e nodi irrisolti sul lato della domanda. Suggestioni sparse.

DIEGO ROSSANO

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Talune criticità del mercato azionario italiano e le prime risposte della riforma del T.U.F. - 3. Squilibri tra offerta e domanda: il ruolo degli investitori domestici. - 4. Considerazioni conclusive.

1. Premessa

Ringrazio i colleghi Raffaele Lener e Paola Lucantoni per l'invito a questa importante iniziativa e mi congratulo con loro per l'eccellente organizzazione. La tematica in oggetto si inserisce in un ambito che ho approfondito, unitamente ad un gruppo di studio, all'interno di un progetto finanziato a livello nazionale in materia di *Capital Markets Union*⁰¹.

In primo luogo, desidero esprimere particolare apprezzamento per il lavoro svolto nella recente riforma del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.), avvenuta con d.lgs del 27 marzo 2026, n. 47 (pubblicato in G.U., Serie Generale, n. 86 del 14 aprile 2026)⁰² che si propone di rafforzare la competitività del mercato nazionale e di favorire la canalizzazione del risparmio verso il mercato dei capitali. Di contro, con spirito costruttivo, non posso non rilevare come tali obiettivi possano essere efficacemente conseguiti solo a condizione che, accanto agli interventi sul lato

⁰¹ Ci si riferisce al PRIN 2020 dal titolo "An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory", <https://www.prinrossano.it/>.

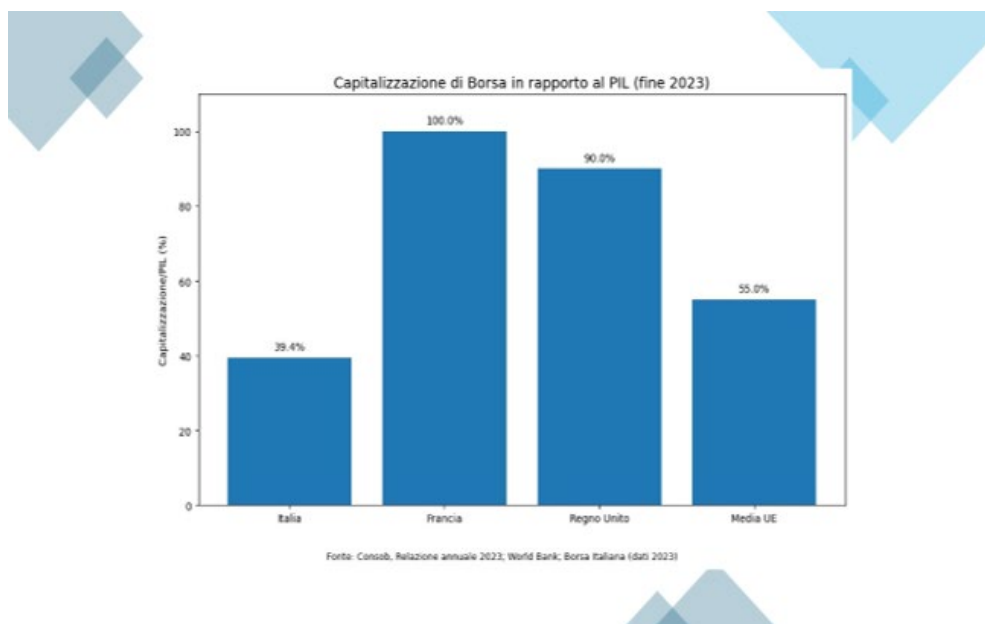
⁰² Si precisa che il provvedimento è stato approvato dal CDM e pubblicato in Gazzetta Ufficiale in data successiva al convegno.

dell'offerta, si affronti in modo sistemico anche la persistente debolezza della domanda di capitale domestico.

Si è in presenza di un profilo che, a ben considerare, la letteratura internazionale ha da tempo evidenziato. Ci si riferisce alle considerazioni espresse da Niamh Moloney secondo cui la normativa europea non può limitarsi alla protezione dell'investitore - obiettivo che ha caratterizzato gran parte della produzione normativa degli ultimi anni - ma deve altresì promuoverne la partecipazione attiva ai mercati, evitando che livelli eccessivi di complessità regolamentare si traducano in un disincentivo all'investimento⁰³. In tale logica, appare opportuno interrogarsi sulla possibilità di introdurre strumenti regolamentari idonei ad ampliare la base degli investitori, anche attraverso il riconoscimento di categorie intermedie o regimi di accesso differenziati.

2. Talune criticità del mercato azionario italiano e le prime risposte della riforma del T.U.F.

Ciò posto, al fine di cogliere la problematicità della questione, occorre preliminarmente riportare alcuni dati statistici.

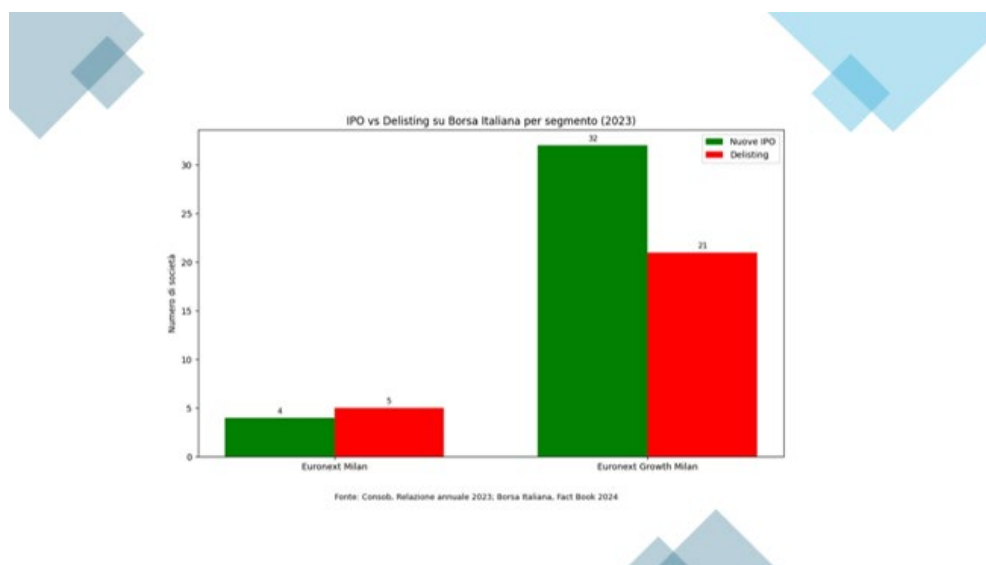


Come emerge dal grafico sopra riportato, il mercato azionario italiano presenta volumi inferiori rispetto a quello delle principali economie europee: a fine 2023, il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e PIL si attestava intorno al 39%, a fronte di valori prossimi al

⁰³ Cfr. N. MOLONEY, *Capital Markets Union: "ever closer union" for the EU financial system*, in *European Law Review*, 41, 3, 2016, p. 307 ss.; ID., *EU Financial Market Governance and the Retail Investor: Reflections at an Inflection Point*, in *Yearbook of European Law*, 37, 2018, p. 251 ss.

100% in Francia e al 90% in Inghilterra, ferma restando la media europea di circa il 55%. Tale divario segnala una criticità strutturale, che non può essere ricondotta esclusivamente a fattori congiunturali.

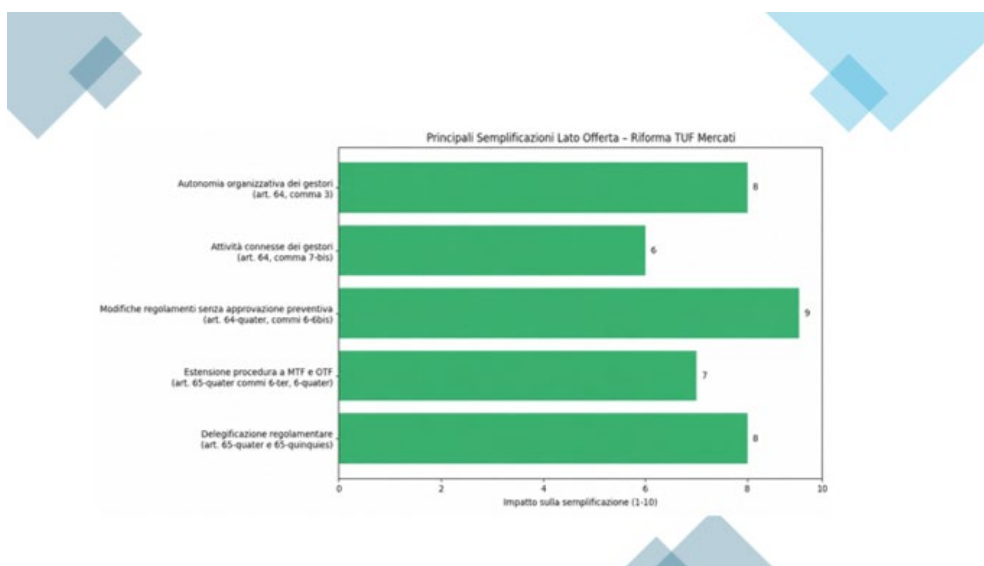
Un'analisi statistica del mercato italiano evidenzia, inoltre, alcune criticità sotto evidenziate.



Nel grafico emerge che nell'anno di riferimento si è registrato un aumento di nuove quotazioni - 36 nel complesso - convogliate tuttavia quasi interamente nel segmento dedicato alle PMI, *Euronext Growth Milan*. A fronte di tale dato, si riscontra un numero rilevante di uscite dal mercato (21 società), dovute a *delisting* volontari, operazioni straordinarie o OPA.

I motivi che giustificano tali risultati sono noti: costi di quotazione elevati, oneri informativi gravosi, persistente carenza di liquidità. Ne consegue che il problema non è dipeso soltanto dalla (in)capacità di attrarre le imprese, ma dalla difficoltà di garantirne la permanenza all'interno del mercato nel medio-lungo periodo.

È proprio su tali criticità che è intervenuta la riforma, introducendo, per quanto di competenza di questa sessione del Convegno, alcune modifiche alla Parte III del T.U.F., finalizzate, per lo più, a ridurre gli oneri di accesso e permanenza nel mercato.



04

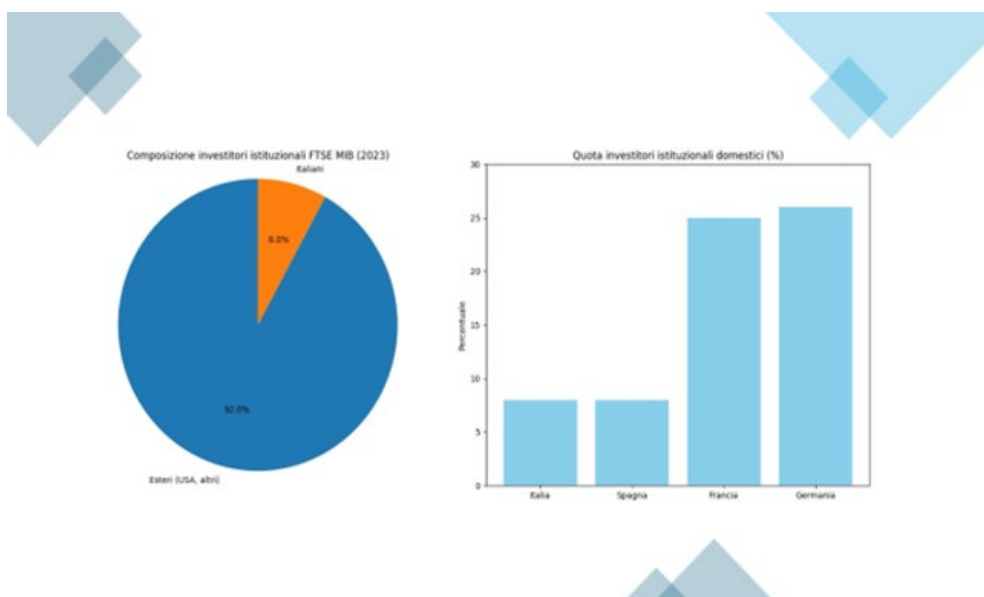
Particolarmente rilevante, come chiarito nel grafico sopra riportato, appare il superamento del controllo preventivo della Consob sulle modifiche ai regolamenti di mercato, sostituito da un meccanismo di vigilanza da esercitare *ex post*, con evidenti benefici in termini di flessibilità. Analogamente, il rafforzamento dell'autonomia organizzativa dei gestori e l'ampliamento delle attività connesse permettono maggiore adattabilità operativa, mentre l'estensione di tali semplificazioni anche a MTF e OTF rende il quadro normativo complessivamente più organico rispetto al passato. Si inserisce, infine, nella medesima logica semplificativa la scelta di delegificare taluni profili, attribuendo alla Consob ulteriori poteri regolamentari.

3. Squilibri tra offerta e domanda: il ruolo degli investitori domestici

Osservando l'impianto complessivo della riforma, emerge una evidente asimmetria in considerazione della circostanza per cui gli interventi normativi risultano essenzialmente concentrati sul *lato* dell'offerta, mentre il sostegno alla domanda - ossia alla partecipazione degli investitori - risulta marginale. Le misure a supporto di questi ultimi sono limitate, in larga parte, a richiami di carattere generale (si abbia riguardo all'educazione finanziaria, alla trasparenza e alla sostenibilità), e non sembrano incidere, a nostro avviso, sull'ampiezza della base degli investitori.

Tale dato assume particolare rilievo avuto riguardo alla composizione del mercato italiano, storicamente dipendente da investitori istituzionali esteri, come confermano i dati indicati nel seguente grafico.

04 La rappresentazione grafica e i valori di impatto indicati nella immagine riflettono una valutazione di carattere personale di chi scrive, elaborata a fini meramente illustrativi.



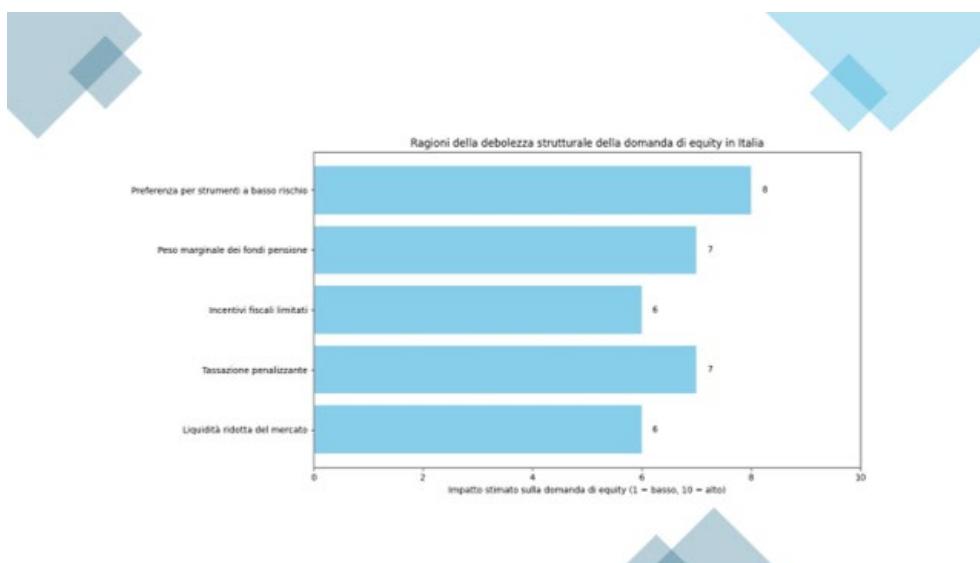
A fine 2023, circa il 92% degli investimenti istituzionali nel FTSE MIB risultava riconducibile a soggetti non domestici (per lo più fondi statunitensi), mentre la quota dei fondi italiani si attestava intorno all'8%, su livelli tra i più bassi in Europa. È solo il caso di precisare che il fattore preoccupante, evidentemente, non risiede nella presenza di capitali esteri – la quale anzi costituisce un indizio della buona integrazione dei mercati – bensì nella debolezza della componente domestica⁰⁵.

Sul punto, occorre chiarire che la criticità testé rilevata assume connotati ancora più significativi se si considera il dato, a livello istituzionale europeo, secondo cui solo il 17% circa della ricchezza delle famiglie dell'UE è detenuto in strumenti finanziari, a fronte di una percentuale prossima al 43% negli Stati Uniti. Si tratta di uno scarto che dipende evidentemente non solo da componenti culturali, ma anche da assetti istituzionali (e regolamentari) che incidono sulla propensione all'investimento⁰⁶.

Le cause di tale debolezza, infatti, sono varie e, per quanto riguarda il mercato italiano, per lo più note.

⁰⁵ I dati riportati nel grafico sono tratti da INTERMONTE – POLITECNICO DI MILANO, *La presenza dei fondi di investimento nel mercato azionario di Borsa Italiana*, in *Quaderni di ricerca*, n. 7, febbraio 2024, p. 8 ss.

⁰⁶ Cfr. CONSIGLIO UE, *Retail Investment Strategy*, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/retail-investment-strategy/> e Commissione UE, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment Report*, SWD (2023) 278 final, Bruxelles, 24 maggio 2023, p. 2.



07

Come emerge dal grafico sopra riportato, le famiglie italiane, infatti, mostrano tradizionalmente una bassa propensione al rischio, privilegiando depositi e obbligazioni⁰⁸. I fondi pensione, che in altri ordinamenti assumono specifica rilevanza nel canalizzare il risparmio verso il mercato azionario, presentano in Italia dimensioni ancora contenute (circa il 10-12% del PIL, a fronte di valori superiori al 70%, ad esempio, nel Regno Unito)⁰⁹. A ciò si aggiunge un sistema di incentivi di carattere fiscale poco incisivo e, in taluni casi, una tassazione delle plusvalenze meno favorevole rispetto ad altri Paesi. Non meno importante poi è il problema della liquidità dei mercati, convogliata per lo più nei titoli delle grandi società quotate¹⁰. Se ne deduce che la debolezza del mercato domestico deriva da un insieme di elementi tra loro interconnessi.

07 Il grafico costituisce un'elaborazione di chi scrive fondata su dati CONSOB, OECD e Commissione europea. I valori esprimono una stima qualitativa dell'impatto relativo dei diversi fattori (scala 1-10).

08 Cfr. CONSOB, *Report on financial investments of Italian households. Focus investors*, 2024, spec. p. 10 ss. e p. 14 ss.

09 Cfr. OECD, *Pension Markets in Focus 2024*, in *OECD Publishing*, Paris, 2024, p. 11 ss., da cui emerge una marcata eterogeneità tra ordinamenti quanto alla dimensione degli attivi pensionistici

10 Cfr. COMMISSIONE UE, *Capital Markets Union – Action Plan*, 2020 e successivi aggiornamenti, ove si evidenzia come i regimi fiscali nazionali incidano significativamente sull'allocazione del risparmio e possano rappresentare un ostacolo allo sviluppo dei mercati dei capitali e alla partecipazione degli investitori *retail*. Tali elementi sono ampiamente considerati nel dibattito europeo sulla *Capital Markets Union*, che individua tre direttrici fondamentali di intervento: il rafforzamento degli incentivi fiscali agli investimenti in *equity*, lo sviluppo degli investitori istituzionali domestici – in particolare dei fondi pensione – e la riduzione delle barriere regolamentari all'accesso ai mercati finanziari.

4. Considerazioni conclusive

Accanto ai dati sopra riportati di natura macro-strutturale, occorre tuttavia interrogarsi anche sulla possibile rigidità dell'attuale impianto regolamentare. Esiste, infatti, una fascia significativa di soggetti - imprenditori, *family offices*, investitori ad alta patrimonializzazione - che, pur disponendo di competenze peculiari, restano formalmente classificati come clienti *retail*. Tale inquadramento limita, in concreto, la loro possibilità di accedere ad alcuni mercati come quello, ad esempio, dei minibond (riservato, come è noto, ad investitori istituzionali).

In tale prospettiva, l'introduzione, a livello europeo, di una categoria intermedia di investitori ai fini MiFID potrebbe costituire una soluzione perseguibile, ciò a patto che non venga sacrificata la tutela dei soggetti bisognosi. A ben considerare, tale ipotesi è già emersa in ambito nazionale - si pensi alle proposte avanzate dal Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori¹¹ - ed è attualmente oggetto di attenzione anche a livello europeo, ove si discute dell'introduzione di una categoria di "*semi-professional investors*"¹².

È opportuno, pertanto, distinguere tra due opportunità di intervento, tra loro complementari: da un lato, potrebbe essere incentivata la creazione di sezioni di mercato riservati a specifiche categorie di investitori; dall'altro, potrebbe essere opportuno revisionare la classificazione regolamentare di questi ultimi. Entrambe le direttrici appaiono coerenti con le finalità perseguite, dapprima, dalla *Capital Markets Union* e, successivamente, dalla *Savings Investments Union*¹³, in quanto funzionali all'ampliamento della base degli investitori e alla riduzione della dipendenza da capitali esteri.

In conclusione, mi sia consentito richiamare una frase di Charles Baudelaire: «*Chi os-*

11 Consultabile qui: https://www.consob.it/documents/1912911/1963829/COMI_riclassificazione_clienti.pdf/a1d135f0-aec3-7494-3016-e3dfc1bb66e2?t=1670224547538

12 Uno dei temi rappresentato dalla Commissione europea nella "*Strategia per gli investimenti al dettaglio*", pubblicata nel maggio del 2021, concerne l'idoneità della attuale classificazione dei clienti (professionali di diritto, professionali su richiesta e al dettaglio) a soddisfare gli obiettivi della *Capital Markets Union* (action 8). Cfr. Commissione UE, *Commission Staff Working Document - Impact Assessment Report accompanying the Proposal for a Directive amending EU retail investor protection rules*, SWD(2023)278 final, Bruxelles, 24 maggio 2023, spec. Annex 6 (Investor categorisation), p. 144 ss., ove si esamina, tra l'altro, l'ipotesi di introduzione di una categoria intermedia di investitori ("semi-professional") e le relative criticità.

13 Sul punto, si veda: Commissione europea, *Retail Investment Strategy*, proposta del 24 maggio 2023 (COM(2023)279 final), con particolare riferimento alle modifiche proposte all'Allegato II di MiFID II in materia di classificazione degli investitori; nonché Commissione europea, *Savings and Investments Union Strategy*, marzo 2025, ove si ribadisce l'obiettivo di ampliare la partecipazione degli investitori retail ai mercati dei capitali europei. Più in generale può dirsi che a livello europeo, il tema della modifica della classificazione della clientela è oggetto di dibattito. La recente *Retail Investment Strategy* e i lavori dell'ESMA evidenziano l'esigenza di superare una distinzione rigida tra clienti retail e professionali, pur senza giungere, allo stato, all'introduzione di una categoria intermedia formalizzata. Tuttavia, interventi settoriali - come la disciplina degli ELTIF ad esempio - mostrano come il legislatore europeo stia sperimentando modelli di accesso differenziato.

*serva da una finestra aperta coglie ciò che è immediatamente visibile; chi guarda una finestra chiusa è costretto a immaginare ciò che non vede»¹⁴. Analogamente, anche analizzando i mercati finanziari occorrerebbe andare oltre l'evidenza dei dati e interrogarsi su ciò che non appare nell'immediatezza. È proprio in questa capacità di lettura *oltre la superficie* che risiede, probabilmente, la possibilità di una riforma davvero efficace dei mercati dei capitali.*

¹⁴ C. BAUDELAIRE, *Le Finestre*, inclusa nella raccolta *Lo Spleen di Parigi*, 1869.

La competitività del mercato dei capitali nella riforma del TUF: quotazioni downlisting

RENATO MAVIGLIA

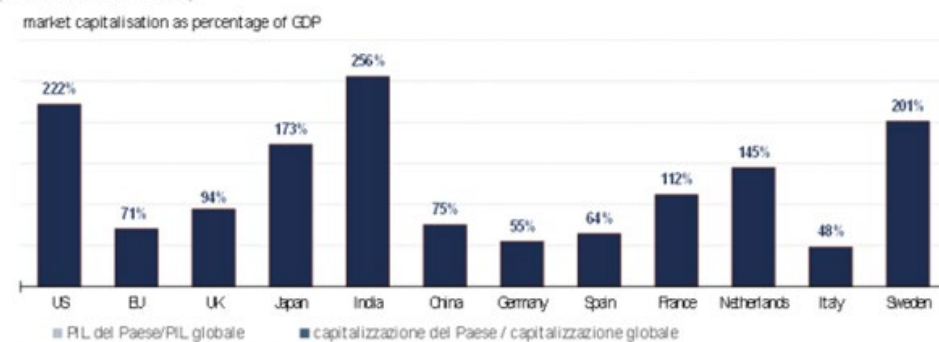
Responsabile dell'Ufficio Informazione Mercati e Rating,
coordinato nell'ambito della Divisione Vigilanza Mercati, Consob

SOMMARIO*: 1. La disciplina speciale degli emittenti di nuova quotazione e l'estensione alle PMI quotate. - 2. Il down-listing dal mercato regolamentato.

L'esigenza di rilanciare la competitività del mercato finanziario nazionale attraverso interventi volti a favorire la quotazione delle imprese e la permanenza nel listino è, ormai da anni, al centro dell'attenzione da parte della Consob.

È evidenziato da molti che la capitalizzazione del mercato azionario italiano si attesta su valori significativamente inferiore a quello registrato per l'insieme dei paesi UE e ancor più distante da quello rilevato per talune specifiche economie, come la Svezia e gli Stati Uniti. A fine 2025 la capitalizzazione si attestava al 48% del Pil.

(dati a dicembre 2025)



Negli ultimi vent'anni, in particolare, il numero delle revocche dalla quotazione sul mercato regolamentato Euronext Milan (**EXM**) ha superato quello delle nuove ammissioni di 100 unità; il fenomeno si è accentuato nell'ultimo biennio.

*Le opinioni espresse non impegnano l'Istituto di appartenenza.



Per contro, l'*Euronext Growth Milan* (**EGM**) nel periodo 2005-2025 ha registrato:

- un afflusso complessivo di un miliardo di euro in termini di capitalizzazione;
- un saldo netto positivo tra ammissioni e revoche dalle negoziazioni.

Negli ultimi anni, tuttavia, l'EGM ha registrato una marcata riduzione del saldo netto delle ammissioni (dal massimo di 36 nel 2021 al minimo di due nel 2025).

Flusso ammissione e revoche EGM

Nel periodo 2015-2025, anche altre economie avanzate hanno visto una contrazione del numero di società quotate o negoziate. Considerando anche i mercati di crescita, ad esempio hanno mostrato una diminuzione del numero complessivo di società quotate:

- Londra, pari al 37% e
- Parigi, pari al 29%.

Fanno eccezione, in Europa i Paesi nordici e baltici che nell'ultimo decennio hanno visto crescere il numero di società quotate del 39%, con un contributo particolarmente rilevante della Svezia.

In questo contesto, l'attenzione della Consob è stata rivolta nel tempo:

- alle analisi sulle ragioni che frenano lo sviluppo del mercato dei capitali;
- allo studio di iniziative, in particolare, di razionalizzazione della disciplina dei mercati di propria competenza volte tendenzialmente a incentivare:
 - sia l'offerta di titoli (pertanto apertura al mercato delle società e ammissione a quotazione);
 - sia la domanda di titoli da parte degli investitori (al fine di sviluppare la liquidità di mercato).

Le indicazioni fornite nel tempo dagli operatori partecipanti al mercato e delle società interessate sottolineano che sulla scelta della quotazione incide, in negativo, principalmente:

- l'onerosità dei costi di ammissione e permanenza sul mercato;
- la complessità della disciplina applicata alle società quotate;
- la contrarietà dei soci fondatori all'allargamento degli assetti proprietari;
- l'insufficiente presenza di operatori specializzati nello *scouting* di imprese quotabili;
- la ridotta liquidità del mercato primario e secondario, a causa dell'insufficiente presenza di investitori istituzionali e in particolare di fondi comuni specializzati in investimenti in titoli *small cap* e/o neoquotati;
- la scarsa cultura finanziaria da parte dei fondatori delle PMI in merito alle potenzialità di crescita e di sviluppo concretizzabili attraverso l'apertura al mercato del proprio capitale, il passaggio a una gestione manageriale e l'ammissione a quotazione.

In particolare, per quanto riguarda i costi di quotazione l'analisi di vari campioni di società oggetto di nuova quotazione ha evidenziato che negli ultimi 7 anni (2018-2025) che:

a) i costi diretti di quotazione, come riportati nei prospetti:

- per le IPO oscillano tra 1 mln/€ e 19 mln/€ con punte di 38 mln/€ e una media di circa 5,7 mln/€, corrispondenti a una media di circa il 2,8% del fatturato dei relativi emittenti;
- per i *translisting* oscillano tra le 200 mila/€ e i 5,5 mln/€ con una media di circa 1,3 mln/€, pari a una media di circa il 2,3% del fatturato dei relativi emittenti

b) i costi indiretti (su base annua) derivanti dallo *status* di società quotata sono molto variabili da società a società ma mediamente misurabili in diversi milioni di euro.

Il percorso che gli emittenti intraprendono per arrivare all'ammissione alla negoziazione è caratterizzato, peraltro, da elevata incertezza relativamente al positivo esito, in considerazione della difficoltà di individuare favorevoli "finestre di mercato" che consentano l'approdo al mercato a condizioni ottimali di valorizzazione e creazione di flottante dei relativi titoli.

Al riguardo si consideri che, in particolare per il mercato regolamentato (EXM), negli ultimi 15 anni il 28% circa degli emittenti, che ha pubblicato il prospetto di ammissione alle negoziazioni e iniziato l'offerta, non ha concluso positivamente l'IPO. Le motivazioni di tale esito sono risultate prevalentemente connesse a negative condizioni di mercato.

Nella consapevolezza del proprio ruolo e nei ristretti margini consentiti dalla normativa europea di riferimento, la Consob ha svolto un ruolo significativo, non solo nel contesto delle attività di supporto al MEF ai fini dello sviluppo dei processi normativi, ma anche

promuovendo nel tempo semplificazioni procedurali e regolamentari a beneficio degli attori del mercato, fermo restando l'obiettivo di assicurare la tutela degli investitori.

All'interno di questo percorso, ad esempio, la revisione delle regole in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare *focus* sul procedimento di approvazione dei prospetti e sui relativi tempi procedurali, è stato un aspetto centrale sul quale la CONSOB ha inteso offrire il proprio contributo nel rendere il mercato dei capitali italiano maggiormente attrattivo, anche grazie al confronto con gli operatori del mercato.

A tale riguardo si può richiamare la razionalizzazione del processo di vigilanza sul prospetto concernente: l'utilizzo della lingua inglese, lo snellimento delle istruttorie e il potenziamento del dialogo con gli operatori.

Le iniziative della Consob sono andate di pari passo con quelle – nella stessa direzione – intraprese in Europa con il *Listing act* e in Italia con la Legge Capitali.

La riforma del TUF introduce ora importanti innovazioni soprattutto dal punto di vista della disciplina delle società quotate.

1. La disciplina speciale degli emittenti di nuova quotazione e l'estensione alle PMI quotate

Una rilevante semplificazione della riforma è quella concernente l'introduzione di una nuova disciplina in materia di governo societario dedicata agli "emittenti di nuova quotazione" sul mercato regolamentato, ossia:

- le società che si affacciano per la prima volta in un mercato regolamentato, indipendentemente dalle loro dimensioni; e
- in via transitoria, le società di tipo PMI già quotate nel mercato regolamentato (che secondo la nuova formulazione sono quelle con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro).

Tali società potrebbero beneficiare di un regime normativo più flessibile, rispetto a quello comunemente previsto, grazie a opzionalità (di tipo *opt-in*) offerte dalla normativa in materia di *corporate governance*, che riguardano in particolare:

- il tema della nomina degli organi sociali, con attribuzione agli emittenti di ampia libertà statutaria;
- i quorum assembleari per le modifiche statutarie, con possibilità di limitare il diritto di recesso;
- un'ulteriore semplificazione della disciplina procedurale sulle operazioni con parti correlate.

Alla luce della riforma, quindi, il panorama degli emittenti potrebbe articolarsi in tre distinte categorie:

- le società di nuova quotazione, che potranno scegliere se aderire o meno al nuovo regime;
- le PMI già quotate, che avranno in via transitoria la medesima facoltà;
- le società già quotate di maggiori dimensioni, a cui continuerà ad applicarsi la disciplina ordinaria.

Nell'ambito delle prime due categorie potranno, inoltre, emergere ulteriori elementi di differenziazione, derivanti dalle opzioni statutarie che la riforma intende riconoscere alle singole società

Si tratta di innovazioni che possono determinare effetti rilevanti sul mercato, in particolare in termini di flessibilità organizzativa delle società quotate e diversificazione dell'attinente disciplina.

2. Il down-listing dal mercato regolamentato

Un altro aspetto rilevante su cui interviene la riforma è quello del *down-listing*, introducendo la possibilità per la società di deliberare il trasferimento della quotazione dei titoli dal mercato regolamentato a un MTF.

Si tratta di una modifica che va nel senso di quanto già previsto in altri ordinamenti, come in Francia.

I dati degli ultimi anni mostrano infatti un elevato numero di *delisting* dal mercato regolamentato, in linea con un trend diffuso nelle altre principali piazze finanziarie europee. Le motivazioni di questa tendenza sono le più eterogenee e possono essere collegate:

- sia a fattori derivanti dal più ampio contesto macroeconomico di riferimento, anche a causa delle crescenti tensioni internazionali;
- sia al fatto che, molto spesso, l'andamento delle quotazioni delle azioni quotate non riesce a riflettere correttamente i valori intrinseci dell'impresa, rendendo conveniente il c.d. *going private*.

Negli ultimi anni, proprio l'*Euronext Growth Milan* ha conosciuto la crescita più significativa in termini di nuove ammissioni. Tale successo potrebbe essere sfruttato per favorire anche la permanenza delle imprese nel mercato dei capitali.

Il passaggio dal mercato regolamentato al sistema multilaterale di negoziazione (c.d. *downlisting*) appare funzionale a conseguire una riduzione degli oneri di *compliance* e organizzativi.

Le opzioni offerte dalla vigente normativa con riferimento alla revoca delle società con azioni ammesse al mercato regolamentato sono normalmente valutate dai soggetti

interessati tenendo conto dell'eventuale possibilità di promuovere un'OPA da *delisting* oppure della necessità di realizzare operazioni straordinarie (fusioni, scissioni) che determinino la revoca delle azioni dal mercato di riferimento.

Nel caso di operazioni straordinarie, l'ordinamento prevede il diritto di recesso:

- stabilito in favore degli azionisti che non abbiano concorso alla deliberazione assembleare "*che comporta l'esclusione dalla quotazione*" (in quanto contrari, assenti o astenuti), e
- con valore di liquidazione delle azioni da calcolare ai sensi del codice civile (art. 2437-ter c.c.), avuto riguardo alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso.

Gli statuti delle società quotate possono, altresì, prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri alternativi il cui valore, tuttavia, non può essere inferiore al valore derivante dall'applicazione del criterio della media aritmetica dei prezzi di chiusura degli ultimi sei mesi.

La riforma del TUF introduce un'ulteriore facoltà per le società quotate di deliberare (in assemblea e al ricorrere di talune condizioni) il trasferimento delle proprie azioni dal mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione che può essere anche un mercato di crescita per le PMI (come l'EGM). In particolare, lo schema di decreto consente alle società quotate di richiedere il citato trasferimento a condizione che:

- il gestore del mercato regolamentato accerti che il sistema multilaterale di destinazione preveda regole che assicurino un livello di tutela equivalente a quello dell'OPA obbligatoria;
- l'assemblea straordinaria della società abbia approvato, almeno due mesi prima che esso abbia luogo, il trasferimento delle negoziazioni con le maggioranze previste dalla Consob con regolamento;
- la società abbia assicurato, almeno due mesi prima della data prevista per il trasferimento, la diffusione di informazioni circa le ragioni dell'operazione e le relative conseguenze per gli investitori.

La *ratio* della riforma è quindi quella di favorire il *down-listing*, nel rispetto di talune cautele, consentendo di creare un'alternativa valida al definitivo abbandono del mercato (*delisting*), e mantenere la società all'interno del circuito del mercato dei capitali.

Evidentemente l'ammissione alla negoziazione negli MTF si caratterizza per la presenza di regole meno stringenti rispetto a quella nei mercati regolamentati e per una tendenziale minore liquidità dei titoli scambiati che tuttavia, nel caso del *down-listing* potrebbe risentire positivamente dalla precedente operatività realizzata nel mercato regolamentato.

La riforma del TUF nella prospettiva degli intermediari bancari: tutela del retail, downlisting e diritti degli azionisti

DAVID SABATINI

Responsabile Ufficio Mercato dei Capitali
ABI

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Disciplina in materia di appello al pubblico risparmio (art. 100-bis). - 3. Downlisting (art. 133 TUF). - 4. La gestione dell'esercizio dei diritti degli azionisti.

1. Premessa

La riforma del TUF interessa le banche in una duplice veste: **in qualità di intermediari e di emittenti quotati**. Ciò riflette i diversi ruoli che le banche svolgono nel mercato dei capitali.

Come intermediari, le banche, da un lato, contribuiscono all'allocazione del risparmio, in quanto principali distributori di prodotti finanziari e di investimento, e consentono agli investitori, soprattutto retail, di accedere al mercato dei capitali; dall'altro, supportano le imprese nell'accesso al mercato dei capitali attraverso attività di consulenza e assistenza nella strutturazione di offerte e collocamenti dei titoli emessi. In entrambe le ottiche, le misure volte a rilanciare la competitività del mercato dei capitali italiano sono benvenute e auspicabili.

In questo breve intervento vorrei soffermarmi in particolare su due aspetti della riforma che riguardano le banche nella loro veste di intermediari: l'abrogazione dell'art. 100-bis sulla rivendita dei titoli alla clientela retail e la modifica dell'art. 133 TUF sul c.d. *downlisting*. Vorrei poi cogliere l'occasione per segnalare un ambito del TUF, relativo alla disciplina dell'esercizio dei diritti degli azionisti, nel quale permangono margini di semplificazione degli adempimenti richiesti agli intermediari.

2. Disciplina in materia di appello al pubblico risparmio (art. 100-bis)

Il mercato italiano è, come noto, caratterizzato da un'elevata presenza di investitori individuali. Per tale motivo e in ragione delle crisi finanziarie di alcuni emittenti che hanno coinvolto i risparmiatori più di venti anni fa, vi è sempre stata un'elevata attenzione da parte del legislatore e delle autorità di controllo sull'operatività degli intermediari nei rapporti con i risparmiatori.

In questo contesto si inserisce l'art. 100-bis del TUF, relativo alla rivendita dei titoli alla clientela retail, introdotto dalla Legge sul Risparmio del 2005, che ha rappresentato una prima risposta del legislatore italiano alle esigenze di tutela dell'investitore retail, in mancanza, all'epoca, di adeguati presidi normativi. Negli ultimi decenni il quadro normativo europeo si è tuttavia profondamente evoluto, prima con la MiFID I e poi con la MiFID II. Questa normativa di matrice europea è stata implementata dalle banche italiane con particolare attenzione e spesso secondo standard e approcci addirittura più stringenti rispetto a quelli di altri Paesi europei, anche su impulso delle autorità nazionali.

In particolare, la normativa sulla prestazione dei servizi di investimento ha previsto numerosi nuovi adempimenti nella distribuzione di titoli (ad esempio, le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza) e nella definizione degli strumenti finanziari (ad esempio, la disciplina della *product governance*), più efficaci nella selezione degli strumenti finanziari che possono essere distribuiti agli investitori individuali.

Con la riforma del TUF si è ritenuto opportuno rivedere l'impianto complessivo al fine di individuare quelle norme che impongono responsabilità o adempimenti in capo agli intermediari che risultano ultronei rispetto alla normativa europea (e che, peraltro, possono costituire veri e propri casi di *gold plating*). L'abrogazione dell'art. 100-bis si muove quindi correttamente nella direzione di una semplificazione della normativa nazionale a favore di tutele di fonte europea, senza alcun pregiudizio per la protezione della clientela.

3. Downlisting (art. 133 TUF)

La proposta di revisione dell'art. 133 TUF, nella parte in cui introduce una disciplina espressa del trasferimento delle negoziazioni da mercato regolamentato a sistema multilaterale di negoziazione (c.d. *downlisting*), appare complessivamente condivisibile e rappresenta una misura che può contribuire ad arginare, almeno parzialmente, il fenomeno del *delisting*.

Tale modifica, tuttavia, non chiarisce appieno il rapporto tra il nuovo comma 1-bis e il diritto di recesso ex art. 2437-quinquies del Codice civile. Fin dall'inizio dei lavori sulle deleghe al Governo per la revisione del TUF si era auspicata una modifica di tale articolo volta a escludere il diritto di recesso dei soci dissenzienti, assenti o astenuti delle società che avessero deliberato l'esclusione da un merca-

to regolamentato, con contestuale ammissione alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione.

Ne deriva un possibile margine di incertezza circa la permanenza del diritto di recesso nei casi di uscita dal mercato regolamentato con contestuale approdo su un MTF, questione che si auspica possa essere chiarita quantomeno nella fase di esercizio delle deleghe attribuite alla Consob.

4. La gestione dell'esercizio dei diritti degli azionisti

Uno degli ambiti del TUF su cui sembrano permanere margini di intervento è quello della disciplina dell'esercizio dei diritti degli azionisti, e in particolare degli adempimenti richiesti agli intermediari, che svolgono un ruolo essenziale di collegamento tra i clienti-azionisti e gli emittenti (Capo IV del TUF – Gestione accentrata).

Sarebbe opportuno intervenire sulla disciplina delle comunicazioni per l'intervento in assemblea e l'esercizio del voto, che devono essere inviate dall'intermediario, su richiesta dell'azionista, all'emittente (art. 83-sexies TUF). La mancanza di un termine perentorio – formalmente presente nel TUF ma di fatto eludibile – costringe intermediari ed emittenti a gestire le comunicazioni a ridosso dell'inizio dei lavori assembleari, spesso in modo non automatizzato, con conseguente aumento dei rischi operativi. Tale previsione risulta inoltre non allineata agli standard internazionali in materia di gestione delle assemblee societarie. L'introduzione di termini certi consentirebbe, da un lato, di garantire maggiore certezza operativa per gli intermediari della catena di custodia e, dall'altro, di favorire comunque la partecipazione dei soci alle assemblee e il loro rapporto con l'emittente.

Un ulteriore tema riguarda la revisione delle norme che regolano l'istituto dell'identificazione degli azionisti (art. 83-duodecies TUF). Le scelte effettuate dall'Italia nel recepimento della Direttiva europea sui diritti degli azionisti – in particolare la soglia dello 0,5% del capitale sociale, al di sotto della quale l'emittente non può avere visibilità sui propri azionisti – hanno infatti reso di fatto poco utile, per gli emittenti, il ricorso all'istituto dell'identificazione. Ne è prova il fatto che, dall'entrata in vigore della nuova disciplina (settembre 2020), le richieste si sono quasi del tutto azzerate rispetto al periodo di vigenza della disciplina precedente. La gestione di una richiesta di identificazione risulta inoltre oggi operativamente complessa anche per gli intermediari della catena di intermediazione, in considerazione delle difficoltà di ricostruire l'informazione completa sulla partecipazione complessiva degli azionisti. La rimozione della soglia rappresenterebbe una soluzione idonea a restituire effettiva utilità all'istituto dell'identificazione per gli emittenti e a garantire processi più semplici per gli intermediari, anche in ambito *cross-border*.

Sempre nell'ambito della disciplina degli emittenti, anche la gestione delle richieste di sollecitazione delle deleghe di voto (art. 136 e ss. TUF) ha evidenziato negli

anni talune vulnerabilità, in particolare nella verifica dell'identità del sollecitatore e del titolo legittimante. Sebbene il TUF disciplini la sollecitazione, non regola in modo compiuto l'interazione tra intermediario e sollecitatore, con un elevato rischio di contenzioso con il cliente-azionista. Sarebbe pertanto auspicabile un'integrazione della disciplina del TUF oppure una delega alla Consob per la definizione di misure di tutela per intermediari e clienti.

Tali temi non hanno evidentemente trovato spazio nella riforma attualmente in discussione. L'auspicio è che l'attuale impulso riformatore non si esaurisca con l'emanazione definitiva del decreto di riforma del TUF, ma possa proseguire, anche confidando, ad esempio, nel lavoro che sarà avviato dalla Cabina di Regia per lo sviluppo del mercato dei capitali.

Va infine ricordato che la questione, più ampia, di una disciplina della gestione accentrata e di un modello di detenzione delle azioni effettivamente armonizzati a livello europeo è presente nei lavori della Savings and Investment Union (SIU), in particolare attraverso la revisione della Shareholders' Rights Directive II. È recente, infatti, l'avvio da parte della Commissione europea di una consultazione finalizzata a raccogliere feedback per valutare se e come riformare la disciplina vigente e individuare gli ostacoli e le inefficienze che persistono nell'attuale *framework*, con l'obiettivo di semplificare, armonizzare e digitalizzare l'esercizio dei diritti degli azionisti nell'intera Unione europea.

Il ruolo di Assonime nella genesi della riforma del TUF

STEFANO FIRPO

Direttore Generale
Assonime

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. L'avvio della riforma: la Legge Capitali. - 3. La riforma (realizzata) della disciplina sostanziale. - 4. La riforma (avviata) del sistema sanzionatorio. - 5. Conclusioni.

1. Premessa

Assonime ha posto per prima l'esigenza di una riforma **sistematica** del Testo unico della finanza, sulla base di due considerazioni di fondo.

La prima riguarda l'evoluzione del quadro normativo.

Nei vent'anni successivi alla riforma Draghi, il TUF è stato oggetto di un accumulo continuo di interventi legislativi. Questo processo ha prodotto un assetto complesso e oneroso, che ha progressivamente compromesso la coerenza del disegno originario.

Un disegno che mirava ad allineare il sistema italiano a quello dei mercati dei capitali più evoluti e dinamici, in particolare al modello inglese.

Questo disallineamento è dipeso sia da riforme di natura interna - tra cui la legge sul risparmio del 2006 - sia dal modo in cui è stato condotto il processo di integrazione europea. Un processo caratterizzato da un ricorso sistematico al cosiddetto *gold plating*, che ha spostato l'equilibrio della disciplina verso una protezione iperprudenziale.

Una protezione che poteva trovare giustificazione in alcune fasi storiche, come quelle segnate dagli scandali societari dei primi anni Duemila, ma che nel tempo ha allontanato l'Italia non solo dai modelli di riferimento, ma più in generale dagli assetti degli altri principali Paesi.

La seconda considerazione riguarda la crisi dei mercati pubblici dei capitali.

In Italia questa crisi è stata più profonda che altrove. A nostro avviso, anche a causa di un quadro normativo poco competitivo.

Ne è derivata una vera e propria fuga verso ordinamenti ritenuti più efficienti, soprattutto da parte di gruppi italiani di grandi dimensioni. Il trasferimento della sede in altri Paesi – in particolare nei Paesi Bassi – ha prodotto una rarefazione dell'area soggetta alla disciplina italiana.

In questo contesto, mantenere peculiarità normative iperprotettive appare sempre meno giustificato, perché esse finiscono per applicarsi a una platea di società nazionali via via più ristretta.

Le sollecitazioni di Assonime hanno trovato un primo riscontro nelle iniziative avviate dal Governo.

Un momento significativo è stato il tavolo di lavoro costituito dal MEF nel 2021, che ha coinvolto le principali associazioni del mercato e le autorità di vigilanza.

È stata una novità rilevante, sia dal punto di vista del metodo, sia dal punto di vista dei contenuti. Per la prima volta veniva riconosciuta l'esigenza di una riforma strutturata, orientata non solo alla protezione statica degli investitori, ma alla valorizzazione dei loro interessi in una prospettiva dinamica, legata alla crescita del mercato.

Questo nuovo approccio ha trovato espressione nel **Libro Verde** pubblicato dal MEF nel 2022.

Già il titolo – *“La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”* – indicava una direzione molto chiara.

Il Libro Verde presentava una diagnosi esplicita delle criticità del mercato dei capitali italiano: un ritardo cronico rispetto alle principali economie avanzate, imputabile sia a debolezze strutturali, sia a ostacoli di natura normativa e regolamentare.

Veniva inoltre sottolineata la maggiore onerosità del processo di quotazione in Italia e la minore flessibilità del nostro diritto societario rispetto ad altri ordinamenti.

Quanto ai criteri ispiratori della riforma, il Libro Verde indicava la necessità di semplificazione, razionalizzazione e allineamento al quadro europeo, attraverso la rimozione di obblighi ultronei e il superamento dei fenomeni di gold plating.

In sintesi, il Libro Verde faceva propria l'analisi proposta da Assonime, indicando l'opportunità di migliorare la competitività del mercato dei capitali italiano allineandone il contesto normativo a quello degli altri principali paesi, sia superando i diffusi gold-plating nelle aree oggetto di armonizzazione europea, sia riconsiderando alcune peculiarità normative che riflettevano criticità ormai superate.

2. L'avvio della riforma: la Legge Capitali

Il primo intervento normativo è stato la cosiddetta **Legge Capitali** del 2024.

In sede di audizione parlamentare, Assonime ha riconosciuto che il provvedimento rappresentava un passo importante nella direzione indicata dal Libro Verde.

In particolare:

- ha ridotto alcuni eccessi nell'attuazione delle direttive europee;
- ha ampliato gli spazi di autonomia statutaria delle società quotate, ad esempio nella modalità di gestione delle assemblee e nella articolazione dei diritti di voto;
- ha introdotto una maggiore flessibilità nel sistema sanzionatorio della Consob.

Al tempo stesso, Assonime ha evidenziato come la Legge Capitali fosse solo un primo passo. Per affrontare le debolezze strutturali del mercato italiano era necessario un intervento più organico di riforma del TUF, ispirato al metodo seguito al momento della sua adozione originaria che vide coinvolti i più importanti esperti del settore e le varie componenti del mercato nell'attuazione di una legge delega dall'ampio mandato.

La versione finale della legge ha recepito l'indicazione di un progetto più ambizioso, conferendo al Governo una delega ampia per una riforma complessiva della disciplina dei mercati dei capitali.

Meno soddisfacente è stato, invece, il coinvolgimento del mercato nella fase di attuazione della delega, affidata quasi esclusivamente a una struttura politicotecnocratica, con la partecipazione esclusiva del Governo, delle autorità di controllo e di un assai vasto comitato di esperti, a composizione quasi esclusivamente accademica.

Ciononostante, Assonime ha fornito il proprio contributo all'impostazione della riforma, pubblicando nel giugno 2024, cioè immediatamente dopo il conferimento della delega, un *position paper* con proposte volte a rafforzare l'attrattività del mercato italiano.

La delega al Governo ha trovato attuazione in due diversi decreti delegati: il primo, contenente gli aspetti più sostanziali della riforma, è stato adottato definitivamente nelle scorse settimane, il secondo, dedicato alla riforma e riordino del sistema sanzionatorio del TUF e delle relative procedure, tema introdotto con una integrazione della delega iniziale, è attualmente all'esame delle commissioni parlamentari.

3. La riforma (realizzata) della disciplina sostanziale

Sul primo decreto, Assonime ha apprezzato lo sforzo compiuto per aprire nuovi percorsi di disciplina che modernizzano l'ordinamento in tema di assemblea, nell'introduzione di un regime semplificato per le società di nuova quotazione e per le PMI quotate, nel perseguire l'obiettivo di rafforzare i tratti distintivi dei sistemi di amministrazione e controllo.

Tuttavia, nell'audizione presso le commissioni parlamentari, prima e unica occasione di confronto, abbiamo evidenziato alcuni profili della disciplina che richiedevano un supplemento di riflessione, al fine di dare piena attuazione ai principi e ai criteri della delega conferita al Governo su questa materia, così importante per la crescita e lo sviluppo del mercato dei capitali e del sistema economico nel suo complesso.

Le nostre considerazioni si basavano sull'evidenza del cronico sottosviluppo del mercato dei capitali italiano che ha contribuito in maniera significativa a comprimere le potenzialità di sviluppo anche dimensionale delle imprese (costituendo un significativo "vincolo finanziario alla crescita") ancora troppo dipendenti da un credito bancario fattosi più restrittivo, soprattutto ma non solo per le PMI, anche per l'adozione di regole macroprudenziali assai penalizzanti in materia di erogazione di credito all'economia reale.

Negli ultimi venti anni il mercato azionario si è indirizzato verso un percorso di progressivo declino che tende vieppiù ad accentuarsi. La rarefazione delle nuove quotazioni, ormai quasi scomparse dal listino principale, si confronta con la crescita impetuosa dei delisting e con il trasferimento di importanti realtà imprenditoriali italiane verso ordinamenti e mercati azionari più competitivi.

A fronte di questo quadro, la delega attribuita al Governo conteneva una serie di principi e criteri direttivi e un'area di intervento potenzialmente adeguati a realizzare una profonda semplificazione e razionalizzazione della disciplina degli emittenti, ampliando gli spazi di autonomia privata nel delineare le scelte più adeguate alla società.

L'esito rispetta solo in parte queste potenzialità.

Eppure, l'evoluzione della composizione degli investitori intervenuta negli ultimi decenni, non più incentrati su una platea diffusa di investitori privati, bensì su una presenza significativa e pervasiva di fondi dotati di ampie competenze e forza di mercato, avrebbe consentito una maggiore flessibilità delle regole a vantaggio del mercato e di una più efficace governance degli emittenti.

La rigidità degli schemi normativi e la loro inderogabilità conducono a una conformazione di fatto dei modelli di governance. Tuttavia, le società quotate sono estremamente eterogenee tra loro, quanto ad assetti proprietari, dimensioni, sistemi di governo, mercati di riferimento, per cui un regime di norme imperative dettagliato e inderogabile, identico per tutte, risulta inadeguato. Lo stesso schema di decreto legislativo, del resto, sembrava riconoscerlo, predisponendo un regime opzionale più flessibile per le PMI quotate e per le società di nuova quotazione, che si qualifica come l'innovazione più significativa della riforma.

Per questo abbiamo proposto il che il principio di derogabilità delle regole sulla governance, mediante scelte statutarie, assumesse una portata più generale.

La possibilità di scegliere il proprio modello di governance e di adattarlo alle esigenze specifiche dell'impresa e dei propri soci costituisce infatti un importante fattore di

competitività. Se l'impresa è una combinazione di fattori produttivi e di soluzioni organizzative finalizzata alla produzione di beni o all'erogazione di servizi, anche le soluzioni organizzative – incluse quelle di vertice, che disciplinano i rapporti con le diverse categorie di stakeholder – possono rappresentare una chiave del successo imprenditoriale.

Ne discende l'esigenza di riconoscere, anche alle società quotate, più ampi spazi di autonomia per consentire un confronto competitivo anche sul piano organizzativo e di governance, lasciando al mercato degli investitori il compito di valutarne l'efficacia.

Un'area dove questa esigenza di ampliamento dell'autonomia è particolarmente rilevante è quella della nomina degli amministratori, dove peraltro nel processo di riforma si è determinato una sorta di incidente di percorso attraverso l'introduzione nella versione finale della Legge Capitali di una complessa disciplina per la presentazione da parte del cda uscente di una lista di candidati per la nomina del nuovo consiglio di amministrazione.

L'introduzione di questa disciplina si pone in contrapposizione con gli intenti di semplificazione e di allineamento con gli altri ordinamenti dichiarati dal governo, introducendo una serie di vincoli e di obblighi sulla nomina degli amministratori, che in quegli ordinamenti è ampiamente lasciata all'autonomia statutaria mentre nel sistema italiano era già gravata da una normativa particolarmente invasiva.

Inoltre, la nuova disciplina sulla lista del cda appariva sin da subito, e l'esperienza applicativa ne ha fornito ampia conferma, come uno strumento che finiva per interferire in particolari vicende societarie, compromettendo la chiarezza normativa e la reputazione del sistema italiano soprattutto nei confronti degli investitori istituzionali, che invece si intendevano attrarre.

La disciplina della lista del Cda introduce infatti vincoli procedurali e meccanismi di voto complessi, aumentando il rischio di contenzioso e di paralisi decisionale. In particolare, la necessità di presentare una lista sovrabbondante e la possibilità di votare individualmente i candidati anche da parte di chi non ha sostenuto la lista nella prima votazione rischiano di alterare la logica stessa del voto di lista, trasformandolo in un sistema ibrido e incoerente. Ne deriva una competizione individuale per il consenso che snatura il ruolo del consigliere e si presta a comportamenti e pratiche discutibili.

Il rischio è quello di creare incertezze operative e produrre esiti distorsivi, finendo col determinare assetti consiliari poco coerenti con le esigenze di stabilità gestionale e con il perseguimento di chiare strategie di business.

Purtroppo, queste criticità non sono state affrontate dalla riforma del TUF, che ha lasciato inalterata la disciplina introdotta dalla Legge Capitali, rendendo ancora più complesso e permeabile ad abusi e inefficienze il sistema di nomina degli amministratori nelle società quotate italiane, che resta uno dei nodi irrisolti dal processo di riforma.

Un'opportunità per riconsiderare l'approccio normativo su questo tema potrebbe essere fornita dai decreti correttivi e integrativi della riforma che il Governo ha la possibilità

di emanare nei due anni successivi alla sua approvazione.

Per quanto riguarda la disciplina sulla lista del Cda, che non trova corrispondenza in alcun ordinamento degli altri principali paesi, europei e non, la soluzione più saggia per superare i suoi effetti distorsivi sarebbe quella della sua totale eliminazione. In subordine, sarebbe almeno necessario limitare il suo ambito di applicazione alle società che non abbiano un azionariato particolarmente diffuso (ad esempio quelle con un flottante inferiore all'80%) e introdurre alcuni correttivi mirati sui principali effetti distorsivi sopra indicati, eliminando il requisito di presentare liste sovrabbondanti e limitando il voto individuale sugli amministratori ai soli azionisti che hanno votato a favore della lista del Cda.

Ma sarebbe possibile adottare anche un approccio più ambizioso.

Il sistema italiano di nomina degli amministratori che si è venuto a realizzare in Italia rappresenta già oggi un unicum nel panorama europeo: voto su liste bloccate obbligatorio, riserva di posti per le minoranze, presenza vincolata di indipendenti e, da ultimo, una regolamentazione estremamente analitica e con effetti distorsivi sulla lista del consiglio. Questa stratificazione normativa non semplifica, al contrario irrigidisce i meccanismi di governance, creando incertezze operative proprio nelle società a maggiore rilevanza sistemica.

In questo contesto, le proposte avanzate da Assonime nel position paper già citato offrono una direzione di riforma chiara e coerente. Il punto di fondo è il recupero dell'autonomia statutaria, in linea con i principi della legge delega per la riforma del TUF e con le migliori esperienze internazionali.

In particolare, occorrerebbe superare l'attuale rigidità normativa consentendo a tutte le società quotate di poter derogare alla disciplina sulle modalità di elezione e composizione del consiglio attraverso un opt-out statutario, così come era stato suggerito dalla bozza iniziale di parere delle commissioni parlamentari sul progetto di riforma. Tale autonomia dovrebbe essere esercitata nel rispetto di alcuni principi fondamentali che pure sono stati inseriti nel TUF (nuovo articolo Art. 147-bis.1), in merito alla "professionalità, rappresentatività e diversità della complessiva composizione del collegio".

Un'altra peculiarità della disciplina italiana sulle società quotate che non ha trovato una risposta adeguata nella riforma, che ne ha anzi accentuato la pervasività, riguarda l'ingerenza di norme obbligatorie sugli assetti organizzativi e sui compiti degli organi, in particolare dell'organo di controllo.

La riforma è intervenuta infatti su questi temi adottando un approccio prescrittivo e dettagliato che non appare in linea con i criteri direttivi della delega che, al contrario, indicavano l'opportunità di "semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina".

Per quanto riguarda gli assetti organizzativi, alcune nuove disposizioni accentuano la pervasività della disciplina normativa, "cannibalizzando" gli spazi presenti e potenziali

dell'autodisciplina, sia, a livello di sistema, attraverso il Codice di Corporate Governance, sia, a livello individuale, attraverso le scelte delle singole società.

Sono esempi di questo approccio:

l'introduzione del dovere di istituire un sistema di controllo interno e gestione dei rischi, identificandone i principali attori e le relative responsabilità.

le nuove norme di trasparenza sulle politiche di utilizzo e di monitoraggio delle nuove tecnologie e, in particolare, dei sistemi di intelligenza artificiale negli assetti amministrativi, organizzativi e contabili e sulla gestione dei relativi rischi.

In sede di audizione Assonime ha criticato questo approccio, sottolineando come affinché il sistema di controllo interno e gestione dei rischi possa corrispondere in modo efficace alle caratteristiche dell'impresa, la sua articolazione non dovrebbe essere identificata a priori con un determinato modello normativo, né con schemi fissi e invariabili. La cristallizzazione di precisi compiti per i soggetti coinvolti, con l'indicazione delle finalità da perseguire e degli strumenti da utilizzare a tal fine rischia, infatti, di irrigidire un sistema la cui articolazione deve essere rimessa alla piena discrezionalità degli amministratori che ne assumono la responsabilità e alle migliori prassi individuate dal mercato, già definite nel Codice di Corporate Governance.

Anche l'obbligo di trasparenza sulle politiche di utilizzo dei sistemi di intelligenza artificiale appare quantomeno prematuro, considerato che per gran parte delle società si tratta ancora di un cantiere aperto, in assenza di best practice consolidate.

Per quanto riguarda i doveri dell'organo di controllo, un primo elemento critico consiste nel fatto che la riforma ha lasciato inalterata la sovrabbondanza di responsabilità dell'ordinamento italiano rispetto a quanto previsto dall'armonizzazione europea sui compiti dell'audit committee e dagli altri principali ordinamenti. Si pensi al dovere di vigilare sulla concreta attuazione del Codice di Corporate Governance, che comporta una pubblicizzazione di fatto dell'enforcement dell'autodisciplina.

Un secondo e più rilevante elemento critico deriva non solo dal mantenimento, ma anzi dall'ampliamento, dell'obbligo per l'organo di controllo di segnalare le irregolarità riscontrate alla Consob, retaggio di una passata visione delle funzioni di amministrazione e controllo.

La nuova formulazione della norma probabilmente intendeva offrire una precisazione dell'obbligo di comunicazione, per circoscriverne le molte criticità applicative emerse negli anni, ma finisce invece per ampliare significativamente lo spazio di operatività dell'obbligo e renderne meno certi i confini. In particolare, è criticabile la previsione che impone l'obbligo di segnalazione non già "sulle irregolarità e le violazioni riscontrate", come nell'attuale art. 149, comma 3, TUF, bensì lo estende ad atti e fatti che "possano costituire una irregolarità o una violazione": tale ampliamento rende sostanzialmente evanescente il confine che determina il sorgere dello stesso obbligo di segnalazione, imponendolo anche nei casi in cui la irregolarità o la violazione sia meramente "poten-

ziale”.

Al di là dell'incertezza applicativa che ne deriva, la disposizione è criticabile in sé, in quanto costituisce un unicum nella disciplina delle società quotate, che non trova alcun riscontro nel panorama europeo. Questo disallineamento diviene ancora più delicato se consideriamo che tale dovere di segnalazione è espressamente esteso anche all'organo di controllo del modello c.d. monistico, imponendo dunque un obbligo segnalazione in capo ai componenti dello stesso consiglio di amministrazione che fanno parte del comitato per il controllo sulla gestione.

Nelle società quotate, vi sono già numerosi presidi normativi a tutela della correttezza della gestione e dell'ordinato funzionamento dell'organizzazione societaria, fondati sull'attivismo dei soci e sui poteri degli organi di governo e controllo. Il rispetto dei criteri direttivi della delega di semplificazione e razionalizzazione della disciplina in linea con gli standard internazionali avrebbe quindi richiesto di eliminare tout court l'obbligo di comunicazione delle irregolarità alla Consob.

4. La riforma (avviata) del sistema sanzionatorio

Il secondo decreto legislativo, come dicevo ancora all'esame delle camere, riguarda l'attuazione della delega per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio del TUF.

L'obiettivo della delega è ambizioso e mira a una complessiva riscrittura della disciplina, sia sul piano sostanziale – con riferimento alle fattispecie e ai trattamenti sanzionatori – sia sul piano procedurale, attraverso l'introduzione di meccanismi di definizione alternativa dei procedimenti e il rafforzamento delle garanzie per i soggetti sanzionati.

Assonime, nella nota inviata alle commissioni parlamentari, ha valutato favorevolmente l'obiettivo della riforma del sistema sanzionatorio del Testo unico della finanza, considerandolo parte essenziale del più ampio progetto di modernizzazione del mercato dei capitali italiano.

Un mercato più attrattivo, efficiente e competitivo richiede infatti non solo regole adeguate per favorire la quotazione e l'attività d'impresa, ma anche un apparato sanzionatorio capace di assicurare effettività delle regole, tutela degli investitori e certezza del diritto. In questa prospettiva, lo schema di decreto legislativo contiene interventi apprezzabili, soprattutto sul piano procedurale, ma realizza solo in parte gli obiettivi della delega e rinuncia a una revisione organica dei nodi strutturali del sistema.

Il decreto introduce innovazioni significative: rafforza le garanzie del procedimento, chiarisce i tempi della contestazione, valorizza il contraddittorio, la piena conoscenza degli atti, la separazione tra istruttoria e decisione, e punta a ridurre il contenzioso attraverso strumenti di definizione alternativa. Si tratta di misure coerenti con i principi del giusto procedimento e idonee a rendere l'azione delle Autorità più trasparente, efficiente e prevedibile.

Resta però irrisolto un problema fondamentale che pure la delega intendeva affrontare: il sistema sanzionatorio del TUF continua a presentare profili di forte complessità, elevata afflittività e scarsa coerenza. Dopo anni di stratificazione normativa, molte fattispecie risultano ancora costruite attraverso rinvii e clausole generali che rendono difficile identificare con chiarezza le condotte vietate. A ciò si aggiunge un livello sanzionatorio molto severo, sia sul versante amministrativo sia su quello penale, che incide in misura significativa sulle persone fisiche e sulle imprese.

Un sistema di questo tipo rischia di compromettere i principi di tassatività, prevedibilità e proporzionalità, che dovrebbero invece costituire l'asse portante della riforma a svantaggio del nostro ordinamento nel quadro competitivo europeo.

Una criticità centrale riguarda la disciplina degli abusi di mercato, ancora fondata sul cosiddetto doppio binario penale e amministrativo. L'attuale assetto consente che il medesimo fatto sia perseguito parallelamente davanti al giudice penale e alla Consob, con duplicazione di procedimenti e sanzioni, incertezza sugli esiti complessivi e possibili tensioni rispetto al principio del *ne bis in idem*. Assonime ritiene che la delega offrisse l'occasione per superare questo modello, distinguendo in modo più netto le fattispecie in base al grado di offensività e costruendo un sistema più razionale ed efficiente. La mancata attuazione di questo criterio rappresenta uno dei limiti più rilevanti dello schema di decreto.

Accanto a queste criticità, si riconoscono però alcuni elementi di forte interesse.

In particolare, sono da valutare positivamente sia l'introduzione del principio di rilevanza della violazione, che può orientare l'azione delle Autorità verso le sole condotte realmente significative, evitando procedimenti per fatti marginali; sia l'estensione di strumenti sanzionatori alternativi alle pene pecuniarie, in una logica di maggiore proporzionalità e razionalizzazione del sistema.

Molto positiva è la valutazione sugli strumenti di definizione alternativa del procedimento. In particolare, il rafforzamento dell'istituto degli "impegni" che consente di chiudere il procedimento senza accertamento formale dell'infrazione né irrogazione di sanzioni, a fronte di misure idonee a rimuovere gli effetti pregiudizievoli della condotta, nonché il nuovo *settlement*, cioè l'applicazione concordata della sanzione.

Si tratta di passi importanti verso modelli di vigilanza più collaborativi, meno conflittuali e più efficienti.

Assonime peraltro ha sottolineato come sarebbe opportuno rafforzare ulteriormente questi strumenti, prevedendo meccanismi ancora più incisivi di conciliazione o transazione, capaci di chiudere anticipatamente le contestazioni ed evitare, ove possibile, l'adozione di provvedimenti formali con relativi effetti reputazionali. Questi modelli conciliativi, presenti in altri ordinamenti, possono contribuire a rafforzare l'efficacia del sistema sanzionatorio e a rendere più efficiente il contenzioso.

In sintesi, la riforma del sistema sanzionatorio prevista dalla bozza di decreto va sicu-

ramente nella direzione giusta, ma resta incompleta. Le innovazioni procedurali e gli strumenti deflattivi meritano di essere valorizzati, ma non bastano a realizzare quella revisione organica dell'apparato sanzionatorio richiesta dalla legge delega. Per Assonime occorre un intervento più coraggioso sui profili sostanziali: maggiore chiarezza delle fattispecie, sanzioni più proporzionate, superamento delle duplicazioni tra penale e amministrativo e piena attuazione dei principi di offensività, certezza e competitività dell'ordinamento. Solo così la riforma potrà davvero contribuire al rafforzamento del mercato dei capitali italiano.

5. Conclusioni

La riforma del TUF segna un cambio di passo importante nella politica normativa sul mercato dei capitali. Per la prima volta, dopo la sua prima adozione oltre 25 anni fa, l'intento del legislatore ha abbandonato un approccio meramente reattivo, rispetto alle crisi o agli sforzi di armonizzazione europea, ponendosi un chiaro obiettivo di recuperare la competitività del mercato dei capitali.

I risultati raggiunti, pur significativi in alcune aree, sono finora parziali e non privi di contraddizioni. Questo nulla toglie alla validità del percorso avviato, ma anzi spinge a proseguirlo, recuperando la vocazione, presente sia nel Libro Verde sia nella legge delega e in parte dimenticata nel suo esercizio, ad allineare il nostro sistema agli standard dei sistemi più competitivi, almeno in ambito europeo. È questa una condizione non solo per arrestare il declino del mercato italiano, ma anche per poter contribuire alla costruzione di un mercato dei capitali funzionale allo sviluppo dell'economia europea.

Da tempo, Assonime sottolinea come una vera soluzione al sottosviluppo del mercato dei capitali non possa che venire da un salto di qualità nell'integrazione europea. L'esperienza ha mostrato che questo problema non può essere superato attraverso una concorrenza tra gli ordinamenti dei paesi europei. Anche i sistemi più dinamici, seppure possano aver conseguito risultati positivi in una dimensione domestica, si pensi ai paesi scandinavi o all'Olanda, non sono stati in grado di assumere il ruolo di piazza finanziaria europea. Né sembrano aver avuto successo i pur rilevanti sforzi di armonizzazione europea delle regole, la cui applicazione, lasciata alla ampia discrezionalità nazionale, ha perpetuato la frammentazione.

I tentativi in atto in ambito europeo per uscire da questa impasse, ispirati dai rapporti Draghi e Letta, rappresentano un'opportunità dalla valenza esistenziale.

Le recenti proposte sul Market Integration Package e sulla disciplina di una nuova forza societaria, le EU inc, disponibile per tutte le imprese europee secondo il modello del 28° regime, sono i primi passi per un vero salto di qualità nell'integrazione europea, cui il sistema italiano può contribuire, sia sostenendo senza riserve le soluzioni più significative, sia orientando la disciplina italiana in quella stessa direzione. A questo scopo, va abbandonata l'opposizione di presunte specificità nazionali nella definizione delle regole così come l'invocazione di un principio di "prossimità" nella loro applicazione.

Il percorso, pur con una certa inevitabile gradualità, deve avere un obiettivo chiaro, coerente con la nuova strategia adottata dal Consiglio Europeo: One Europe, One Market, che significa, per il mercato dei capitali: un unico sistema di regole e un'unica Autorità di vigilanza.

Quanto più il sistema italiano saprà partecipare a questo percorso, tanto maggiore sarà la possibilità di beneficiarne. Il rischio di un suo fallimento esiste, ma l'economia italiana sarebbe tra quelle che ne pagherebbe i costi più alti.

Offerta fuori sede, semplificazione e tutela dell'investitore nella riforma del TUF

MARCO TOFANELLI

Segretario Generale
Assoreti

Il decreto legislativo n. 47/2026 (recante modifiche alle disposizioni del Tuf e del codice civile in materia di intermediari, mercati ed emittenti, nonché ad altre disposizioni normative che necessitano di un coordinamento) introduce innovazioni marginali con riferimento alla disciplina dell'offerta fuori sede, materia sulla quale dovrei rappresentare le pertinenti riflessioni; peraltro, l'interesse rispetto al Tuf si riviene comunque, sistematicamente, ponendo mente alla recente legge delega 5 marzo 2024, n. 21 e, in particolare, all'art. 1, che ha introdotto una nuova fattispecie di esenzione dalla disciplina dell'offerta fuori sede di cui all'art. 30 del TUF per le *"offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni di propria emissione o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché emessi da emittenti con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione europea, a condizione che siano effettuate dall'emittente attraverso i propri amministratori o il proprio personale con funzioni direttive per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000"*. Questa esenzione non si applica ai casi in cui le azioni siano emesse da Sicav e da Sicaf, nonché, a seguito delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 47/2026, per identità di *ratio*, nemmeno alle azioni emesse dalle società di partenariato.

Come chiarito nella Relazione illustrativa, l'intervento normativo è volto ad escludere dal regime della riserva dell'attività di offerta fuori sede, a determinate condizioni, le operazioni di *"auto-collocamento"*, là dove non si ritiene sussistere un chiaro bisogno dell'investitore.

L'obiettivo perseguito dalla legge delega emerge del resto già dalla stessa rubrica del provvedimento, dedicato agli *"interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali"*. La *ratio* della riforma è stata ulteriormente esplicitata nei documenti illustra-

tivi governativi, nei quali si afferma che le nuove disposizioni sono “*volte a migliorare la competitività del mercato dei capitali italiano nel panorama europeo, in linea con l’obiettivo della realizzazione della Capital Market Union*”.

La disposizione in esame si colloca pertanto all’interno di un più ampio disegno di semplificazione e alleggerimento regolamentare finalizzato a rendere il mercato italiano maggiormente attrattivo per le imprese e più efficiente nella raccolta di capitale di rischio; si vuole favorire un accesso più diretto delle società quotate al mercato dei capitali, riducendo i costi e gli oneri derivanti dall’intermediazione e consentendo, nella fattispecie, ai vertici societari di rivolgersi direttamente a investitori ritenuti presumibilmente sofisticati in ragione dell’elevato importo dell’investimento richiesto. La soglia di euro 250.000 costituisce infatti il criterio attraverso cui il legislatore presume l’esistenza di un soggetto economicamente e finanziariamente consapevole, meno bisognoso delle tutele rafforzate tipiche dell’offerta fuori sede.

Tale disposizione vuole (deve) realizzare un equilibrato contemperamento tra l’esigenza di proteggere i risparmiatori *retail* oblati fuori sede e quella di consentire ai vertici delle società emittenti di spendersi direttamente anche fuori sede per individuare i potenziali sottoscrittori o acquirenti delle azioni di propria emissione per importi comunque non inferiori a euro 250.000; occorre, infatti, preservare la coerenza del sistema dell’offerta fuori sede, frutto di un equilibrato contemperamento dei diversi interessi in gioco in cui il costo, in *primis* per l’intermediario, compensandolo con l’esigenza di fornire un’adeguata tutela al patrimonio degli investitori oblati fuori sede e assicurare al contempo l’integrità del mercato.

La soluzione normativa adottata appare, sotto questo profilo, coerente con l’impianto generale del TUF, e al tempo stesso permette alcune riflessioni di ordine sistematico. La disciplina dei servizi d’investimento è frutto di un continuo affinamento legislativo e regolamentare, al quale gli operatori adeguano di volta in volta la propria attività. Un dato accomuna il divenire disciplinare: postulare una tutela specifica e necessaria, in quanto la relazione tra intermediario e investitore si risolve nello scambio di danaro presente contro danaro atteso, il cui valore dipende però da vicende del tutto estranee all’attività di chi investe.

La profonda e ineliminabile asimmetria informativa che caratterizza l’attività svolta nel mercato finanziario è alla base dell’intera disciplina in materia di tutela del consumatore di servizi finanziari. Guido Rossi, ne *Il mercato d’azzardo*, ci ricorda che “*l’analisi economica (e il buon senso) ci insegnano che le regole imperative sono necessarie ogni qualvolta si debba prevenire o correggere un “fallimento del mercato”*. In tali circostanze, “*il primo risultato da garantire è la protezione di quei soggetti che, pur non essendo in grado – a causa di asimmetrie informative, problemi di azione collettiva, o circostanze esterne di vario genere – di incidere sull’esito della contrattazione o dello scambio, sono portatori di interessi meritevoli di tutela: interessi che, se pregiudicati, potrebbero de-*

*terminare una perdita di interesse per l'intero sistema*⁰¹. L'intervento pubblico evidenzia quindi specifiche esigenze di tutela del mercato in quanto tale e del suo funzionamento: vi è un preciso interesse dell'ordinamento al corretto funzionamento dei mercati, nel presupposto che sia proprio la funzionalità del mercato a costituire la migliore tutela del consumatore. In tale prospettiva assumono centralità i principi di trasparenza e correttezza, sui quali le riflessioni di Carlo Angelici continuano a costituire un imprescindibile punto di riferimento⁰².

E, prendendo spunto da schemi elaborativi tipici dell'analisi economica del diritto, l'intervento pubblico – inteso come limitazione al libero esplicarsi dell'attività – si traduce in costi autoritativamente imposti al lato dell'offerta, legati al rispetto delle regole comportamentali e perciò finalizzati al riallineamento delle asimmetrie informative⁰³. È noto, infatti, che i mercati reali, e in particolare quelli in cui interagiscono intermediario e consumatore, sono caratterizzati da deficit informativi e si discostano dal modello ideale della concorrenza perfetta: i mercati possono fallire e, proprio in tale prospettiva, l'intervento regolatorio mira a correggere tali inefficienze e a ripristinare condizioni di maggiore efficienza allocativa. Le regole giuridiche, in questa prospettiva, possono essere intese come strumenti di allocazione di risorse scarse e la loro efficienza va valutata in termini di capacità di massimizzare il benessere complessivo degli operatori.

È proprio in questo delicato equilibrio tra efficienza del mercato e tutela del risparmio che si colloca la nuova eccezione introdotta dalla legge delega. Il rischio, tuttavia, non può essere sottovalutato. La progressiva erosione delle regole di protezione dell'investitore, giustificata dall'esigenza di favorire la competitività del mercato dei capitali, potrebbe determinare un indebolimento di quella fiducia che costituisce il presupposto imprescindibile del corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Il punto centrale è che la presunzione di sofisticazione dell'investitore derivante dall'elevato importo dell'operazione non elimina necessariamente le asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto con l'investitore. In tale prospettiva, la riduzione delle tutele non può tradursi in una deregolamentazione indiscriminata; perché, anche qui, il rischio è significativo e le implicazioni per legislatore e regolatore sono evidenti. Come osserva Guido Rossi, ne *Il gioco delle regole*, *"il capitalismo ha prodotto una sorta di alluvione legislativa"*; ma *"il mercato nasce dal basso e il diritto è destinato a rincorrerlo"*, senza tuttavia innescare una *"proliferazione incontrollabile e vagamente sinistra; non solo di norme, ma anche di comportamenti che le eludono e che richiedono un ulteriore,*

⁰¹ Così Guido Rossi, *Il mercato d'azzardo*, Milano, Adelphi 2008, p. 32.

⁰² *Amplius* Carlo ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, Giuffrè, 2012.

⁰³ Il costo, in termini di principio, è alto, travalica il lato dell'offerta, perché *"le norme imperative distruggono una preziosa risorsa, rappresentata dalla capacità delle parti di identificare le regole che, nel contesto dato, sono più efficienti, e di contrattarne l'applicazione ai loro rapporti"* (così Francesco DENOZZA, *Norme efficienti, L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, Giuffrè, 2002, p. 107).

immediato, intervento normativo". Il rischio sistemico è dunque quello di una rincorsa continua tra innovazione finanziaria, alleggerimento regolamentare e successivi interventi correttivi destinati a colmare le lacune di tutela progressivamente emerse.

In tale prospettiva, la tutela dell'investitore si configura non come elemento esterno rispetto alla dinamica di mercato, bensì come presupposto funzionale del suo corretto funzionamento.

Un mercato efficiente richiede certamente strumenti idonei a favorire la raccolta di capitali e la competitività delle imprese, ma richiede altresì un adeguato livello di fiducia degli investitori nella correttezza e trasparenza del sistema. La fiducia rappresenta infatti il vero capitale immateriale dei mercati finanziari: senza di essa, la stessa apertura del mercato dei capitali rischia di risultare inefficace.

Tornando all'intervento normativo, la soluzione adottata dal legislatore appare coerente poiché preserva l'impianto protettivo dell'offerta fuori sede, limitando le deroghe a ipotesi circoscritte e sorrette da condizioni idonee a ridurre il rischio informativo, così da mantenere l'equilibrio tra apertura del mercato e protezione dell'investitore. La restrizione soggettiva agli emittenti quotati, il coinvolgimento diretto degli amministratori o del personale con funzioni direttive e soprattutto la soglia minima di investimento rappresentano elementi attraverso cui il legislatore tenta di mantenere l'equilibrio tra apertura del mercato e protezione dell'investitore, evitando che la semplificazione regolamentare si traduca in una compromissione delle esigenze di tutela del risparmio sancite dall'art. 47 della Costituzione.

Al riguardo, occorre rammentare che l'auto-collocamento – ossia, il classamento da parte dell'emittente degli strumenti finanziari di propria emissione – non integra in sé la prestazione di un servizio di investimento, poiché difetta l'elemento dell'alterità soggettiva fra l'emittente del prodotto e l'intermediario che per suo conto provvede a distribuirlo nel mercato. Il servizio di investimento si estrinseca, infatti, nello svolgimento di un'attività di intermediazione; presuppone, cioè, la presenza di un soggetto che si interpone fra l'emittente e l'investitore prestando, appunto, un servizio in favore dell'uno e/o dell'altro. Il classamento degli strumenti finanziari di propria emissione, invece, si considera come la naturale estrinsecazione dell'emissione stessa, finalizzata alla ricerca dei sottoscrittori; non è, dunque, attività di intermediazione e, in linea di principio, può essere svolta liberamente dall'emittente al fine di raccogliere le risorse finanziarie funzionali all'esercizio delle proprie attività istituzionali⁰⁴; ciò, salvo, però, il limite derivante dalle riserve delle attività di offerta fuori sede e mediante tecniche di comunicazione a distanza previste, rispettivamente, dall'art. 30 e dall'art. 32 TUF, non-

⁰⁴ Resta salva, inoltre, la possibilità per gli emittenti di distribuire gli strumenti finanziari di propria emissione direttamente nel mercato, senza avvalersi di un intermediario, facendoli ammettere in una sede di negoziazione in assenza di una iniziale offerta al pubblico (*direct listing*) ovvero anche prima della loro stessa emissione (come previsto, ad esempio, per la quotazione al MOT).

ché dalle relative disposizioni di attuazione contenute negli artt. 124 e 125 Reg. Consob n. 20307/2018⁰⁵.

Più in particolare, ai sensi di tali norme la promozione e il collocamento⁰⁶ di strumenti finanziari, servizi di investimento, depositi strutturati e altri prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari è riservata agli intermediari abilitati alla prestazione del servizio di collocamento quando l'attività di sollecitazione sia svolta nei confronti degli investitori non professionali i) fuori dalla sede o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento dei prodotti finanziari, nonché di chi presta, promuove o colloca il servizio di investimento, ovvero ii) mediante tecniche di comunicazione a distanza.

Le suddette riserve di attività implicano l'applicazione agli investitori non professionali sia delle tutele previste dalla MiFID II sia delle ulteriori tutele previste dalle discipline speciali dell'offerta fuori sede e dell'offerta a distanza con la precipua finalità di proteggerli dall'effetto *sorpresa* da cui possono essere colti *quando non manifestino l'intenzione di investire* i loro risparmi recandosi presso la sede o le dipendenze di un intermediario o della società emittente, ma subiscano piuttosto l'iniziativa promozionale di chi li solleciti personalmente al domicilio o mediante tecniche di comunicazione a distanza (v. *amplius* infra).

Fa eccezione alle riserve dell'attività di offerta fuori sede e a distanza l'offerta dei propri strumenti finanziari rivolta agli amministratori, ai dipendenti e ai collaboratori non subordinati dell'emittente, della sua controllante e delle sue controllate effettuata presso le rispettive sedi o dipendenze, e quindi anche presso la sede o le dipendenze di una società diversa dall'emittente, purché facente parte del gruppo (art. 30, comma 2, lett. b), TUF, e art. 125, ult. comma, Reg. Consob n. 20307/2018).

⁰⁵ Limite che, come noto, ricade in un'area che la MiFID II non disciplina e rimette all'autonoma potestà normativa degli Stati membri (v. il considerando 101, ai sensi del quale *"le condizioni per l'esercizio di attività al di fuori dei locali dell'impresa di investimento (vendita porta a porta) non dovrebbero essere disciplinate dalla presente direttiva"*).

⁰⁶ Si ritiene pacificamente che anche la sola promozione di strumenti finanziari integri la fattispecie dell'offerta fuori sede, intendendo dunque la "e" di "promozione e collocamento" in senso disgiuntivo, al fine di assicurare che il risparmiatore sia contattato fuori sede da un consulente finanziario abilitato già nella fase promozionale, nella quale del resto non è dato sapere se seguirà o meno il collocamento. La promozione, poi, si considera tale anche quando consista nella formulazione di una raccomandazione personalizzata su uno specifico strumento finanziario, integrando così la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, secondo il modello della consulenza su base non indipendente (v. il documento della Consob, *Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimento*, allegato agli *Esiti della consultazione* sul regolamento intermediari, del 30 ottobre 2007, nonché, più di recente, la Comunicazione della Consob n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014).

In tale quadro normativo l'art. 1 della legge in oggetto introduce ora nell'art. 30, comma 2, del TUF, la lettera b-bis) recante una nuova eccezione alla riserva dell'attività di offerta fuori sede per le offerte di vendita o di sottoscrizione:

- aventi ad oggetto azioni (diverse dalle azioni di SICAV e di SICAF), o altri strumenti finanziari che permettano di sottoscrivere azioni, emessi da società con azioni negoziate in mercati regolamentati o MTF italiani o di altri Paesi UE;
- effettuate dalla società emittente per il tramite degli amministratori o del personale con funzioni direttive;
- per importi pari o superiori a 250.000 euro.

La mancata ricorrenza anche di una sola di tali condizioni impedisce il ricorrere dell'eccezione e determina, pertanto, la piena applicazione della disciplina dell'offerta fuori sede.

La disciplina dell'offerta fuori sede continua così a collocarsi nel punto di equilibrio tra libertà del mercato e tutela del risparmio, rammentando bene come la fiducia dell'investitore rappresenti una condizione essenziale tanto dell'efficienza quanto della stessa esistenza del mercato.

Il gruppo UE di gestori tra integrazione organizzativa, autonomia fiduciaria e supervisione europea

ROBERTA D'APICE

Direttore Affari Legali e Regolamentari
Assogestioni

SOMMARIO*: 1. Dal paradigma entity-based alla dimensione organizzativa del gruppo. - 2. L'evoluzione industriale dei gruppi europei di gestori. - 3. I gruppi di gestori UE nella proposta MISP. - 4. Profili evolutivi della nozione di gruppo UE di gestori. - 5. Gruppo "puro" UE di gestori e divieto di letter-box entity. - 6. Supervisione dei gruppi UE di gestori. - 7. Conclusioni

1. Dal paradigma *entity-based* alla dimensione organizzativa del gruppo

La riflessione sul gruppo di società di gestione del risparmio si è tradizionalmente sviluppata attorno a un problema ben definito: la compatibilità tra l'attività di direzione e coordinamento esercitata dalla capogruppo bancaria e l'obbligo della società di gestione di operare nell'esclusivo interesse degli investitori.

Nell'ordinamento italiano, tale tensione è stata affrontata in modo esplicito dalle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia del 23 ottobre 2009, che hanno costruito un equilibrio fondato sul principio di autonomia della SGR. In tale prospettiva, le strategie e gli indirizzi del gruppo possono orientare gli assetti organizzativi e le scelte industriali della società di gestione, senza tuttavia interferire con il nucleo fiduciario dell'attività di gestione collettiva. La capogruppo può dunque definire obiettivi strategici, allocare risorse e promuovere integrazioni organizzative; non può invece incidere sulle decisioni di investimento, sulle politiche di prodotto, sulle modalità di esercizio dei diritti di voto o sulla scelta della banca depositaria. In termini sistematici, l'attività di direzione e coordinamento della controllante risulta ammissibile fintanto che non si traduca in una forma di eterogestione, incompatibile con la permanenza di un autonomo centro

decisionale nell'esercizio delle attività svolte nell'interesse degli investitori⁰¹.

Il "Protocollo di Autonomia" elaborato da Assogestioni nel 2011⁰² si inserisce coerentemente in tale impostazione, individuando presidi volti a prevenire il rischio che il coordinamento di gruppo si traduca in interferenze sulle decisioni di investimento, sulle politiche di prodotto, sull'esercizio dei diritti amministrativi o sulla scelta della banca depositaria⁰³.

Questo modello presuppone tuttavia uno schema organizzativo tradizionale: una SGR inserita all'interno di un gruppo bancario nazionale. L'evoluzione dell'industria europea del risparmio gestito sembra invece aver progressivamente determinato l'emersione di strutture organizzative profondamente differenti, caratterizzate dalla presenza di poli integrati di asset management operanti su base transfrontaliera e articolati in una pluralità di società di gestione distribuite in diversi Stati membri.

Il presente contributo muove dall'idea che tale trasformazione renda oggi necessario interrogarsi sulla possibilità di riconoscere una autonoma nozione di "gruppo UE di gestori", distinta – almeno sotto il profilo funzionale – dal tradizionale paradigma del gruppo bancario o finanziario.

La tesi che si intende sostenere è che l'evoluzione dell'industria europea dell'asset management richieda il progressivo superamento di una concezione rigidamente "entity-based" della società di gestione del risparmio, senza tuttavia compromettere il nucleo fiduciario della gestione collettiva e la permanenza di un autonomo centro di imputazione delle responsabilità verso gli investitori.

In questa prospettiva, la proposta di definizione di gruppo UE di gestori introdotta dalla Commissione europea nell'ambito del *Market Integration and Supervision Package* (c.d.

01* Le opinioni dell'autore sono espresse a titolo personale e non impegnano in alcun modo l'Associazione di appartenenza.

Sul rapporto tra direzione e coordinamento della capogruppo bancaria e autonomia della società di gestione, G. GUIZZI, *La Sgr di gruppo tra integrazione e autonomia*, in *Profili evolutivi sulla disciplina della gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 191 ss.

02 Reperibile sul sito www.assogestioni.it

03 Sul Protocollo di Autonomia di Assogestioni, M. MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, I, pp. 75 ss.

"MISP")⁰⁴ dovrebbe essere considerata come una possibile nuova categoria sistematica del diritto europeo del risparmio gestito, fondata su un equilibrio tra integrazione organizzativa, autonomia fiduciaria della società di gestione del risparmio (intesa come vincolo esclusivo alla realizzazione dell'interesse dei partecipanti ai fondi) e supervisione europea coordinata.

2. L'evoluzione industriale dei gruppi europei di gestori

Negli ultimi quindici anni, la struttura dei gruppi finanziari europei ha conosciuto una trasformazione profonda. La gestione del risparmio si è progressivamente configurata come un comparto organizzativamente distinto, articolato in una pluralità di società di gestione del risparmio operanti in diversi Stati membri e integrate all'interno di un unico polo funzionale.

In questo contesto, la singola società di gestione non rappresenta più necessariamente un centro operativo autosufficiente. Sempre più frequentemente, una società di gestione del risparmio assume il ruolo di *sub-holding* o di centro di coordinamento del polo di gestione, accentrando funzioni trasversali quali *risk management*, *compliance*, infrastrutture IT, *data governance*, integrazione dei fattori ESG, sviluppo di modelli quantitativi e sistemi basati sull'intelligenza artificiale.

Si afferma così un modello di integrazione infragruppo, nel quale l'organizzazione delle attività rilevanti non coincide più con i confini giuridici della singola entità autorizzata, ma si sviluppa lungo piattaforme e strutture condivise a livello gruppo⁰⁵. La crescente centralità dei dati, delle infrastrutture digitali, dei modelli quantitativi e dei sistemi di intelligenza artificiale richiede infatti investimenti, capacità computazionali e compe-

04 Il 4 dicembre 2025 la Commissione europea il Market Integration Package (MISP), un set coordinato di tre proposte legislative per rafforzare l'integrazione del mercato unico dei capitali e l'efficienza della vigilanza finanziaria UE. Il pacchetto include: una proposta di regolamento quadro e una direttiva quadro di modifica di diversi atti UE in materia di capital markets, e una proposta di regolamento che aggiorna la disciplina sulla definitività dei regolamenti, modifica la Financial Collateral Directive e abroga la disciplina ormai superata sulla definitività del settlement. Nel contesto di tale cornice di riforma, l'iniziativa riapre, due ambiti normativi di particolare rilievo per la gestione collettiva del risparmio: (i) il Regolamento sulla distribuzione transfrontaliera dei fondi (Cross-Border Distribution of Funds Regulation, CBDFR) e (ii) le Direttive UCITS e AIFM. Le proposte si concentrano sulla semplificazione e l'allineamento dei quadri normativi in materia di autorizzazione, gestione e commercializzazione dei fondi di investimento e dei gestori, riducendo inutili duplicazioni e divergenze tra i requisiti nazionali e facilitando le attività transfrontaliere. Ciò comprende la possibilità di un'organizzazione più efficiente a livello di gruppo, l'eliminazione dei residui ostacoli ai servizi transfrontalieri del depositario e ai servizi connessi. Allo stesso tempo, il pacchetto mira a rafforzare la convergenza in materia di vigilanza potenziando i poteri dell'ESMA.

05 Sul gruppo come organizzazione economica unitaria distinta dalla pluralità soggettiva delle singole società, si v. per tutti B. LIBONATI, *Holding e Investment trust*, Milano, 1959; P.G. JAEGER, *Le società del gruppo tra unificazione e autonomia*, in Aa.Vv, I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di Studi (Venezia 16-17-18 novembre 1995), II, Milano, 1996, pp.1425; M. MAUGERI, *Interesse sociale, interessi dei soci e interesse del gruppo*, in A.Paciello (a cura di), *La dialettica degli interessi nella disciplina della società per azioni*, Napoli, 2011, pp.245.

tenze specialistiche difficilmente replicabili all'interno di singole entità nazionali.

L'integrazione infragruppo non risponde quindi soltanto a esigenze di efficienza organizzativa, ma costituisce sempre più una condizione per raggiungere economie di scala adeguate a sostenere la competitività dell'industria europea del risparmio gestito in un contesto globale dominato da grandi piattaforme internazionali.

Il tema del gruppo di gestori assume pertanto una rilevanza che trascende la sola organizzazione interna degli intermediari. Esso si collega direttamente alla capacità dell'Unione europea di sviluppare operatori integrati in grado di combinare scala, innovazione tecnologica e capacità di investimento senza compromettere gli *standard* di tutela degli investitori propri della disciplina UCITS⁰⁶ e AIFMD⁰⁷.

Tale evoluzione pone tuttavia una questione sistematica particolarmente delicata. Quanto più il processo gestionale tende a svilupparsi attraverso strutture integrate di gruppo, tanto più appare difficile interpretare il diritto europeo della gestione collettiva esclusivamente secondo un paradigma incentrato sulla singola entità autorizzata. Al tempo stesso, il riconoscimento di forme più avanzate di integrazione organizzativa non può tradursi nella dissoluzione dell'autonomia fiduciaria della società di gestione, che continua a rappresentare il centro giuridico di imputazione delle responsabilità verso gli investitori e verso il mercato.

La questione centrale diventa dunque comprendere entro quali limiti l'integrazione organizzativa del gruppo possa conciliarsi con la permanenza di un autonomo centro fiduciario di responsabilità, evitando che la crescente integrazione intragruppo si traduca in una sostanziale eterogestione incompatibile con i principi fondamentali della gestione collettiva del risparmio.

3. I gruppi di gestori UE nella proposta MISP

La proposta MISP rappresenta il primo tentativo organico di adattare il diritto europeo della gestione collettiva all'evoluzione industriale dei gruppi europei di asset management. La proposta muove dal presupposto che l'attuale disciplina UCITS e AIFMD, ancora fortemente ancorata a un paradigma *entity-based*, non rifletta più adeguatamente la realtà operativa dei grandi gruppi europei, nei quali funzioni essenziali – quali *risk management*, *compliance*, infrastrutture tecnologiche, *data governance* e modelli quantitativi – risultano sempre più integrate e organizzate su base transfrontaliera.

In questa prospettiva, il MISP introduce la nozione di "*EU group of management companies and AIFMs*"⁰⁸ e prevede una significativa semplificazione del regime applicabile agli

⁰⁶ Direttiva 2009/65/CE

⁰⁷ Direttiva 2011/61/UE

⁰⁸ "Management Companies" è il termine utilizzato per le società di gestione di OICVM, mentre le "AIFMs" sono le società di gestione di fondi di investimento alternativi. Entrambi i termini indicano l'entità responsabile della gestione di un fondo.

accordi infragruppo. In particolare, la proposta stabilisce che l'utilizzo, da parte di una *management company* o di un AIFM, di risorse umane e tecniche o di funzioni e servizi appartenenti ad altre entità autorizzate del medesimo gruppo UE non debba più essere automaticamente qualificato come delega soggetta all'intero apparato autorizzativo oggi previsto dagli artt. 13 UCITS e 20 AIFMD.

Tale impostazione troverebbe la propria giustificazione in tre considerazioni principali: (i) le entità coinvolte restano comunque integralmente soggette alle norme europee in materia di *governance*, organizzazione, gestione dei rischi e *conduct of business*; (ii) i gruppi integrati sviluppano già *standard* comuni di controllo interno e *compliance*; (iii) le autorità nazionali mantengono poteri di vigilanza e cooperazione idonei a garantire il rispetto delle regole sostanziali senza necessità di verifiche sistematiche *ex ante* su ciascun accordo infragruppo.

La proposta introduce così una vera e propria "*derogation from delegation requirements*" per gli accordi infragruppo tra entità autorizzate dell'UE, sostituendo il tradizionale procedimento autorizzativo con un regime fondato prevalentemente su una "mera" notificazione alle autorità competenti, sulla permanenza della responsabilità della *management company* o dell'AIFM verso gli investitori e sul mantenimento dei presidi anti *letter-box entity* (ossia volti a impedire la creazione di "scatole vuote").

Sotto questo profilo, il MISP segna un passaggio concettuale particolarmente rilevante: il progressivo superamento dell'assunto secondo cui ogni allocazione di funzioni al di fuori della singola entità autorizzata debba essere necessariamente trattata come *outsourcing* verso terzi. In tale prospettiva, l'utilizzo di risorse appartenenti ad altre entità autorizzate del medesimo gruppo non viene più concepito come una esternalizzazione verso terzi, bensì come una modalità di organizzazione all'interno di un perimetro regolato e armonizzato⁰⁹.

La proposta non introduce alcuna forma di *group authorisation* né attribuisce responsabilità specifiche alla *parent undertaking*¹⁰. Il modello delineato dal MISP resta dunque fondato sull'autonomia soggettiva e gestionale delle singole *management company* e degli AIFMs, pur riconoscendo una dimensione organizzativa integrata del gruppo. In tale prospettiva, il MISP non sembra dunque introdurre un modello di '*prudential consolidation*' dell'asset management, bensì una forma di integrazione organizzativa funzio-

⁰⁹ Sul progressivo superamento di un approccio rigidamente *entity-based* nel diritto finanziario europeo, si v. la valutazione d'impatto della Commissione Europea che accompagna le proposte legislative contenute nel *Market Integration and Supervision Package*, consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025SC0943>. Sul concetto di esternalizzazione nella dimensione delle imprese vigilate v. M. MAUGERI, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e «integrità» organizzativa nelle imprese di investimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, I, pp. 439 ss.

¹⁰ Cfr. Valutazione d'impatto allegata alla proposta della Commissione. p. 320. Ciò significa che, sebbene la capogruppo ultima possa avere sede al di fuori dell'UE, solo le entità all'interno del gruppo UE che sono autorizzate nell'UE possono beneficiare della deroga relativa alla delega.

nale al mercato unico.

4. Profili evolutivi della nozione di gruppo UE di gestori

La nozione di “*EU group of management companies and AIFMs*” introdotta dalla proposta MISP si basa su un rinvio alla definizione di gruppo contenuta nella *Accounting Directive* (direttiva 2013/34/UE). Tale definizione ricomprende, oltre alle *management companies* e agli AIFMs UE, anche enti creditizi e imprese di investimento appartenenti al medesimo perimetro di controllo.

Questa impostazione presenta indubbi vantaggi sotto il profilo della rappresentazione dell'effettiva integrazione organizzativa dei grandi gruppi finanziari europei e della possibilità di introdurre meccanismi di semplificazione infragruppo idonei a ridurre duplicazioni organizzative e costi regolamentari connessi al tradizionale regime della delega.

Tuttavia, la definizione di gruppo UE di gestori adottata dal MISP tende ad assimilare situazioni profondamente differenti. Occorre, infatti, distinguere tra una integrazione operante tra entità (*management companies* e AIFMs) tutte autorizzate ai sensi della disciplina UCITS e AIFMD e una integrazione tra società di gestione, banche e imprese di investimento appartenenti al medesimo conglomerato finanziario.

La distinzione non appare meramente formale. Nei gruppi composti esclusivamente da *management companies* e AIFMs, le entità condividono il medesimo ecosistema regolamentare, una comune logica fiduciaria e *standard* sostanzialmente omogenei di *governance*, organizzazione e vigilanza. Diversamente, nei gruppi bancari o finanziari integrati convivono soggetti assoggettati a discipline prudenziali, finalità regolamentari e modelli organizzativi parzialmente differenti¹¹.

L'omogeneità regolamentare evocata dalla proposta risulta pertanto solo relativa. Le direttive UCITS e AIFMD sono infatti costruite attorno a una logica di amministrazione e gestione di patrimoni segregati nell'interesse degli investitori, mentre la disciplina bancaria e quella dei servizi di investimento perseguono anche finalità di stabilità prudenziale e gestione del rischio di bilancio proprie di intermediari che operano in conto proprio¹².

In questa prospettiva, sembra emergere l'esigenza di una articolazione differenziata della nozione di gruppo UE di gestori. Ciò non implica necessariamente l'abbandono della definizione ampia accolta dal MISP, ma richiede piuttosto un modello regola-

¹¹ Sulle criticità della nozione di gruppo UE di gestori proposta dal MISP v. il *Position Paper* Assogestioni su *Market Integration and Supervision Package* (MISP), reperibile sul sito www.assogestioni.it.

¹² Sul carattere *agency-based* dell'industria dell'asset management e sulla distinzione rispetto ai modelli *balance-sheet based* tipici dell'attività bancaria, v. AMF, CNMV, Consob, FMA, A *macroprudential approach to asset management* (aprile 2024).

mentare capace di distinguere tra gruppi bancari o finanziari integrati e gruppi "puri" composti esclusivamente da *management companies* e AIFMs. Quest'ultima categoria presenta, infatti, caratteristiche peculiari. Da un lato, consente di costruire un regime realmente calibrato sulla specificità della gestione collettiva, evitando interferenze derivanti dall'applicazione di logiche prudenziali proprie del settore bancario. Dall'altro lato, rende più agevole giustificare forme rafforzate di integrazione infragruppo, fondate sulla presunzione di omogeneità regolamentare, organizzativa e fiduciaria tra entità tutte soggette alla disciplina UCITS e AIFMD.

5. Gruppo "puro" UE di gestori e divieto di *letter-box entity*

La distinzione tra gruppi finanziari integrati e gruppi "puri" di *management companies* e AIFMs produce, inoltre, effetti particolarmente significativi anche sul terreno del principio di *letter-box entity*¹³. Proprio l'omogeneità regolamentare e organizzativa che caratterizza tali gruppi induce, infatti, a riconsiderare un approccio normativo interamente costruito attorno alla singola entità autorizzata.

L'art. 82 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 impone requisiti particolarmente stringenti volti a evitare che l'AIFM si riduca a una mera entità formale priva di effettiva capacità operativa. Tali requisiti includono il mantenimento di una capacità decisionale autonoma, la disponibilità di risorse adeguate e il controllo continuo sulle funzioni svolte da terzi. Se applicati indistintamente anche ai gruppi UE composti esclusivamente da *management companies* e AIFMs autorizzati, tali criteri rischiano tuttavia di compromettere gli stessi obiettivi perseguiti dal MISP. Pur in assenza formale di delega, la società di gestione sarebbe infatti comunque tenuta a replicare internamente strutture, competenze e presidi già esistenti all'interno del gruppo, con conseguente duplicazione organizzativa, perdita di economie di scala e riduzione dell'efficienza operativa.

In tali ipotesi, il problema della sostanza organizzativa dovrebbe essere letto secondo una prospettiva differente, nel senso che tale requisito non impone necessariamente la presenza di tutte le funzioni all'interno della singola entità autorizzata, purché la *management company* o l'AIFM mantengano effettiva capacità di indirizzo, supervisione e controllo.

In tale prospettiva, il MISP sembra introdurre implicitamente una presunzione di legittimità dell'integrazione organizzativa infragruppo. La proposta della Commissione muove infatti dall'assunto secondo cui un gruppo societario debba presumersi strutturato secondo criteri razionali ed efficienti e che, conseguentemente, la riallocazione infragruppo di funzioni e risorse non richieda più una sistematica verifica *ex ante* delle "*objective reasons*" sottostanti alla delega.

¹³ Sul concetto di *letter-box entity* nel diritto europeo della gestione collettiva e sul rapporto tra *delegation* e *substance requirements*, v. L. PICARDI, *La delega di funzioni del gestore e il principio della letter box entity*, in *Profili evolutivi sulla disciplina della gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, pp. 261 ss.

Si tratta di un passaggio concettuale particolarmente significativo, poiché implica il progressivo riconoscimento del gruppo come centro organizzativo unitario della gestione collettiva, almeno entro perimetri regolati e armonizzati a livello europeo. Seguendo questa linea di ragionamento, il principio di *letter-box entity* dovrebbe evolvere da una logica di “*no empty entity*” verso una logica di “*no empty group*”. In altri termini, il principio della “sostanza organizzativa” dovrebbe trasformarsi da requisito riferito alla singola entità autorizzata a requisito riferito alla capacità operativa complessiva del gruppo regolato. Ciò non comporterebbe il superamento della responsabilità individuale della *management company* o dell'AIFM verso gli investitori, che dovrebbe rimanere piena e invariata. Comporterebbe, invece, il riconoscimento del fatto che, nell'attuale industria europea del risparmio gestito, la sostanza operativa può essere organizzata in modo integrato a livello di gruppo senza che ciò determini necessariamente una perdita di effettiva capacità gestionale¹⁴.

6. Supervisione dei gruppi UE di gestori

Il progressivo riconoscimento di una dimensione organizzativa integrata del gruppo UE di gestori pone inevitabilmente anche il problema dell'individuazione di modelli di supervisione coerenti con tale evoluzione. Se infatti il MISP mira a superare una concezione rigidamente *entity-based* dell'organizzazione della gestione collettiva, diventa necessario interrogarsi anche sulle modalità attraverso cui assicurare un coordinamento efficace della vigilanza in presenza di gruppi operanti su base transfrontaliera.

A tale riguardo, il MISP propone di modificare la direttiva UCITS e la direttiva AIFMD attribuendo all'ESMA il potere di individuare i gruppi europei di gestori di maggiori dimensioni e di mantenerne aggiornato l'elenco. La proposta introduce inoltre un quadro di coordinamento nell'ambito del quale l'ESMA, in cooperazione con le autorità competenti interessate, dovrebbe effettuare verifiche periodiche volte a individuare divergenze, duplicazioni o carenze nelle prassi di vigilanza suscettibili di ostacolare l'operatività

¹⁴ Del resto, la stessa esperienza italiana della gestione collettiva aveva già conosciuto modelli nei quali l'unità organizzativa del servizio non coincideva integralmente con la singola entità autorizzata, senza che ciò determinasse necessariamente una dissoluzione del centro fiduciario di responsabilità verso gli investitori. È interessante ricordare, infatti, che secondo la normativa italiana previgente, il servizio di gestione collettiva poteva realizzarsi attraverso l'esercizio, congiunto o anche disgiunto, di due tipi di attività: (i) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; (ii) la gestione del patrimonio degli OICR mediante l'investimento degli attivi. Tali attività potevano essere attribuite — secondo una struttura tipicamente italiana — a società diverse, dando vita al fenomeno della cosiddetta “scissione genetica” tra SGR promotrice e SGR gestore. Tale modello non configurava una delega, bensì una ripartizione originaria delle funzioni nelle quali si articolava il servizio di gestione collettiva del risparmio. Le due SGR operavano pertanto in modo autonomo, pur rimanendo entrambe solidalmente responsabili nei confronti dei partecipanti al fondo. Sul rapporto promotore-gestore cfr. L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione collettiva del risparmio*, Milano, 2004, pp. 193 ss.; M. MIOLA, F. BRIOLINI, art. 36, in *Testo Unico della Finanza* a cura di G. F. CAMPOBASSO, Torino 2002, 317 ss. nonché R. LENER, *Le società di gestione del risparmio nel regolamento CONSOB di attuazione del TUF*, in *Le Società*, 10/1998, 1122-1123.

transfrontaliera dei gruppi di maggiore rilevanza.

Sotto questo profilo, appare certamente condivisibile la scelta della Commissione di non introdurre forme di vigilanza diretta dell'ESMA sui gruppi europei di gestori. Permangono tuttavia rilevanti perplessità rispetto all'introduzione di revisioni periodiche centralizzate da parte dell'Autorità europea. Tali meccanismi rischierebbero infatti di determinare duplicazioni delle attività di vigilanza nazionale, un incremento dei costi regolamentari e una parziale sovrapposizione di responsabilità tra ESMA e autorità competenti.

Più in profondità, il riferimento contenuto nella valutazione d'impatto a possibili forme di "*continuous monitoring of risks*" a livello di gruppo sembra evocare una logica di supervisione prudenziale consolidata non pienamente coerente con la natura dell'industria della gestione collettiva. Come già osservato, *management companies* e AIFMs operano secondo un modello di tipo *agency-based*: amministrano patrimoni segregati nell'interesse degli investitori, non assumono esposizioni in conto proprio comparabili a quelle bancarie e non presentano un rischio di bilancio consolidato assimilabile a quello dei gruppi creditizi.

Ne consegue che il gruppo UE di gestori non sembra richiedere un modello di vigilanza prudenziale consolidata, bensì strumenti capaci di assicurare un coordinamento stabile ed efficace tra autorità competenti in presenza di strutture operative integrate e attività transfrontaliere. In tale prospettiva, la soluzione maggiormente coerente con la logica del MISP appare quella di rafforzare i meccanismi di cooperazione tra autorità nazionali, ad esempio attraverso l'istituzione di *Supervisory Coordination Colleges* per i gruppi UE di maggiore rilevanza transfrontaliera.

Tali organismi dovrebbero perseguire obiettivi differenti rispetto ai *Supervisory Colleges* previsti per i gruppi bancari. Essi non dovrebbero infatti essere finalizzati alla gestione di un rischio consolidato di gruppo né introdurre forme di *prudential consolidation* dell'asset management. Dovrebbero piuttosto configurarsi come strumenti di coordinamento regolamentare funzionali a prevenire divergenze applicative tra autorità nazionali, ridurre duplicazioni regolamentari, promuovere la convergenza di vigilanza e assicurare uno scambio stabile e tempestivo di informazioni nell'ambito del mercato unico.

In tale contesto, l'ESMA potrebbe svolgere un ruolo essenziale di coordinamento e promozione della convergenza di vigilanza, senza tuttavia esercitare poteri di vigilanza diretta o indiretta sulle entità del gruppo. In questa prospettiva, il coordinamento europeo della vigilanza non costituirebbe l'espressione di una supervisione prudenziale consolidata del gruppo, bensì il necessario complemento istituzionale di un modello di integrazione organizzativa fondato sulla permanenza dell'autonomia fiduciaria delle singole *management companies* e degli AIFMs.

7. Conclusioni

L'emersione dei gruppi europei di gestori sembra riflettere una trasformazione più profonda del diritto europeo della gestione collettiva: il progressivo passaggio da un paradigma incentrato sulla singola entità autorizzata a un modello capace di riconoscere il gruppo integrato di gestori.

La proposta MISP rappresenta il primo tentativo organico di riconoscere tale evoluzione. Il merito principale di tale proposta consiste nell'aver acquisito consapevolezza del fatto che l'integrazione organizzativa costituisce ormai un elemento strutturale dell'industria europea dell'asset management e che il tradizionale paradigma *entity-based* rischia di produrre duplicazioni organizzative, inefficienze e costi regolamentari non più coerenti con la realtà industriale del settore.

Tuttavia, l'integrazione organizzativa non può tradursi nella dissoluzione dell'autonomia fiduciaria della *management company* o dell'AIFM. La sfida sistematica consiste dunque nel costruire un modello capace di riconoscere la dimensione organizzativa del gruppo senza compromettere la permanenza di un autonomo centro di imputazione delle responsabilità verso gli investitori. In questa prospettiva, i gruppi UE composti esclusivamente da *management companies* e AIFMs sembrano rappresentare l'occasione per affermare più compiutamente la logica *group-based* senza minare il vincolo fiduciario che insiste sulle scelte del gestore. È soprattutto rispetto a tali gruppi che può giustificarsi sia una più avanzata integrazione organizzativa tra le entità del gruppo sia la sottrazione degli accordi infragruppo al regime della delega di funzioni, nonché modelli di supervisione fondati sul coordinamento piuttosto che sulla vigilanza consolidata. In particolare, la nuova nozione di «gruppo UE di gestori» potrebbe trasformarsi da mera categoria descrittiva a vero principio ordinante del futuro diritto europeo del risparmio gestito.

Se letto in questa prospettiva, pertanto, il dibattito aperto dal MISP eccede il solo ambito tematico della delega infragruppo. Vi è una questione sistematica più profonda che attiene alla individuazione dell'unità organizzativa rilevante in seno all'aggregazione di gestori: se la singola entità autorizzata (e poi quella posta al vertice del sodalizio) oppure lo stesso "gruppo integrato" di gestori entro il quale funzioni, infrastrutture e capacità operative risultano ormai distribuite su base transfrontaliera. Qualunque sia la risposta che l'interprete (e prima ancora il legislatore) intenderà dare a questo interrogativo, l'auspicio è che il gruppo UE di gestori sia destinato a divenire uno degli strumenti attraverso cui conciliare la creazione di un effettivo mercato unico dei capitali, la trasformazione tecnologica e l'irrinunciabile pilastro della tutela fiduciaria degli investitori.

Principali novità per i private assets nella riforma del Testo Unico della Finanza

ALESSANDRA BECHI

Vicedirettore
AIFI

Tra i principi ispiratori della delega governativa per la riforma del Testo Unico della Finanza (TUF) rientrano la revisione delle regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione, anche ampliando il novero delle forme societarie ammissibili ai fini del servizio di gestione collettiva del risparmio, nonché la necessità di sostenere la crescita del Paese e favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento.

Emerge, quindi, la chiara volontà del legislatore di promuovere i private assets nelle forme anche innovative di gestione che si stanno affacciando sul mercato finanziario. Ricordiamo che il fenomeno è significativo, in quanto, se si considera il contesto nazionale, il volume degli investimenti annuali si attesta, mediamente, attorno ai 15 miliardi di euro l'anno, distribuiti su circa 800 interventi.

È evidente anche il legame che questi soggetti hanno con l'economia reale, essendo specializzati nel supporto alla crescita di imprese non quotate che costituiscono, tra l'altro, l'ossatura del sistema imprenditoriale del nostro Paese. Attualmente sono circa 3.000 le società nel portafoglio dei fondi di private equity, venture capital e private debt, con un fatturato complessivo pari a oltre 650 miliardi di euro e che occupano oltre 800.000 dipendenti. D'altra parte, si può certamente auspicare, in relazione alle esigenze delle nostre imprese, un incremento della rilevanza di questo canale di supporto ai loro progetti di crescita, come anche richiamato, tra gli altri, a livello europeo dal paper "Much more than a market" coordinato da Enrico Letta.

Nel testo di revisione del TUF i principi ispiratori della delega sono stati attuati, in primo luogo, attraverso il riconoscimento giuridico delle asset class del private capital. La riforma introduce, infatti, una nozione di private equity e venture capital sufficientemente ampia e tale da ricomprendere la tipicità dell'investimento in imprese non quotate nei mercati regolamentati, ma anche la molteplicità di forme e strumenti attraverso

i quali questa attività si realizza (*strumenti di capitale, di debito, o altre forme similari, incluso l'investimento ulteriore nelle predette imprese successivamente all'eventuale ammissione delle stesse alla quotazione*). Ciò tiene anche conto delle evoluzioni di prodotto che si stanno affermando sul mercato (*private debt, turnaround, investimenti infrastrutturali...*).

In secondo luogo, sono state previste alcune disposizioni che allineano il nostro quadro regolamentare alla disciplina europea. AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, richiedeva da tempo un intervento in tal senso per livellare le "regole del gioco" in termini di compliance a cui sono tenuti gli operatori finanziari nei vari Paesi e spostare il piano competitivo a livello di strategie e rendimenti.

A questo riguardo, in particolare, è stato introdotto il regime di "registrazione", già previsto dalla Direttiva AIFM (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) e che l'Italia non aveva ancora recepito nel proprio quadro regolamentare. Per poter essere "registrati" i gestori devono disporre di un asset under management inferiore a 100 milioni di euro se fanno ricorso alla leva finanziaria o 500 milioni di euro in assenza di quest'ultima. Vi sono inoltre alcune restrizioni. In primo luogo, i FIA gestiti devono essere istituiti in forma chiusa. Inoltre, i gestori registrati non possono:

- gestire FIA di credito né fondi EuVECA;
- partecipare a operazioni di cartolarizzazione né assumere posizioni verso cartolarizzazioni;
- assumere il ruolo di gestori esterni di OICR societari.

Inoltre, la commercializzazione dei fondi gestiti può essere rivolta esclusivamente agli investitori professionali. È tuttavia consentita la commercializzazione anche nei confronti di investitori non professionali, purché rispettino determinati requisiti patrimoniali, quali un portafoglio non inferiore a 5 milioni di euro e sottoscrivano/acquistino quote o azioni del FIA per un importo di almeno 500 mila euro.

La riforma introduce così una distinzione sostanziale tra "gestori di FIA sotto soglia registrati" e "gestori autorizzati", creando un sistema più flessibile e proporzionato alla rilevanza sistemica e al dimensionamento degli operatori. I gestori sotto soglia registrati sono soggetti a regole e controlli meno pervasivi, proporzionati alla loro limitata operatività.

Tale novità legislativa asseconda alcune delle dinamiche che si riscontrano tipicamente nel mondo del private capital. I team di gestione di nuova costituzione o *first time teams/first time funds* fronteggiano, infatti, criticità nella fase di raccolta delle risorse, dovendo promuovere per la prima volta, senza esperienza o track record pregressi, presso gli investitori la loro iniziativa imprenditoriale-finanziaria. Contenere i costi legati alla compliance e alla vigilanza può permettere a questi operatori di concentrarsi sull'attività di investimento e sull'attrazione di talenti necessari per scalare velocemente e affermarsi sul mercato.

Guardando ai possibili impatti a lungo termine di questa novità sul contesto competitivo nazionale, si ritiene che possa avere l'effetto di accelerare un fenomeno, già in atto sul mercato a causa delle difficoltà che gli intermediari riscontrano nella fase di funding, cioè una progressiva polarizzazione dei gestori.

Da un lato, infatti, la semplificazione della regolamentazione dei gestori sotto soglia dovrebbe facilitare l'ingresso sul mercato e la crescita di piccoli gestori focalizzati su fasce basse di raccolta e in grado di rispondere alle esigenze di crescita di start up, ma anche di PMI, che sono le tipiche realtà imprenditoriali del nostro Paese. Spesso si tratta di gestori caratterizzati da dimensioni contenute ma con strategie fortemente specializzate e focalizzate sia a livello settoriale che di tecnologia.

Inoltre, qualche gestore attualmente sotto soglia, per effetto di processi di aggregazione, potrebbe diventare sopra soglia e qualche gestore sopra soglia potrebbe crescere di dimensione. Il nostro sistema, in cui operano professionisti capaci ed esperti, non ha, in effetti, ancora visto nascere un numero significativo di fondi paneuropei che possano internazionalizzarsi aprendo sedi in altri Paesi, come attualmente stanno facendo gli operatori paneuropei appartenenti ad altre giurisdizioni.

Del resto, occorre anche considerare le scelte dei gestori attualmente autorizzati come sotto soglia che saranno tenuti a decidere se richiedere di essere classificati come gestori registrati o effettuare l'opt in e divenire gestori autorizzati fully compliant in base alla direttiva AIFM. Guardando al profilo quantitativo, se consideriamo la fotografia degli operatori, dalla relazione annuale di Banca d'Italia, al 31 dicembre 2024, sono 100 le SGR che operano in Italia con una specializzazione in fondi mobiliari chiusi. Di queste, in base alle statistiche AIFI, circa 40 rientrano nell'insieme delle SGR sotto soglia che saranno quindi tenute a esprimersi sul *downgrade* o l'*upgrade*.

Non è da escludersi che entro il perimetro dei gestori "registrati" possano anche confluire alcune strutture attualmente non vigilate (club deal, pledge funds...) che potrebbero ambire a target di raccolta più estesi e ad ampliare la platea di investitori potenziali.

Occorrerà anche monitorare, a valle dell'introduzione del regime, l'approccio dei principali investitori istituzionali nazionali. È infatti importante che, nell'ottica di una maggiore efficacia della riforma, gli investitori istituzionali e gli investitori che svolgono il ruolo di cornerstone investor assecondino questo processo di crescita degli operatori di private capital. Da un lato, dovrebbero essere ritenuti sufficienti i presidi minimi previsti per i gestori sotto soglia registrati, che rispondono ai requisiti contenuti nella disciplina europea; al contempo, non dovrebbero essere imposti dal mercato costi e adempimenti ulteriori rispetto a quanto previsto dalla normativa.

Per questo AIFI sta anche sviluppando un set di documenti di autodisciplina, da mettere a disposizione di questi soggetti, che possa loro garantire una governance robusta atta a creare confidenza presso gli investitori. Peraltro, da quanto emerge dall'esperienza delle giurisdizioni che hanno già introdotto il regime, non si sono riscontrate problematiche nel rapporto con gli investitori.

Tra gli altri profili di allineamento alla normativa comunitaria, si ricorda quanto previsto sulla modalità di rimborso dei FIA chiusi italiani, rispetto alla quale viene introdotta una maggiore flessibilità per i casi di rimborsi anticipati. Tali rimborsi, in particolare, potranno avvenire su iniziativa del gestore, anche in deroga al principio di proporzionalità dei rimborsi pro-rata. I rimborsi anticipati, in questo caso, sono legati al rispetto di alcune condizioni, quali la coerenza tra la politica di rimborso e la strategia di investimento e la politica di valutazione dei beni del FIA, e la tutela di tutti i partecipanti, anche di quelli che non beneficiano del rimborso anticipato. In tali casi il regolamento o lo statuto del FIA dovrà indicare chiaramente le procedure e le condizioni di rimborso anticipato. Deve essere inoltre previsto un periodo di detenzione minimo iniziale, pari ad almeno 36 mesi, durante il quale il gestore non può procedere al rimborso delle quote/azioni del FIA.

Occorre anche segnalare il rilievo della classificazione come gestori EuVECA che si collocano in una posizione intermedia tra i gestori registrati e i gestori autorizzati e sono definiti “soggetti abilitati” nel testo di riforma. Sulla base degli elementi ad oggi a disposizione, è ragionevole ritenere che tali gestori saranno considerati come autorizzati da Banca d'Italia perché soggetti al Regolamento europeo EuVECA e in quanto gestiscono fondi che possono essere commercializzati con passaporto europeo. Per i dettagli sarà necessario fare riferimento alla normativa secondaria, che deve essere ancora emanata.

Da ultimo, risulta di interesse anche l'istituzione della società di partenariato.

La relazione illustrativa osserva che vengono introdotte nell'ordinamento le “società di partenariato”, modellate sulla *Limited Partnership* e organizzate nella forma della società in accomandita per azioni (S.a.p.a.), abilitate alla gestione collettiva del risparmio esclusivamente per investimenti di *private equity* e *venture capital*. La scelta di una forma societaria riconoscibile a livello internazionale mira a favorire l'afflusso di capitali – anche esteri – verso l'economia reale, garantendo al contempo certezza nella destinazione dei capitali e ampia autonomia statutaria.

Questa struttura replica i modelli di successo anche adottati dalle piattaforme di gestione “multi asset class” o “multi strategy” che si stanno affermando come modelli prevalenti sul mercato.

Se, quindi, l'introduzione della nuova struttura di gestione della società di partenariato è da valutarsi positivamente, in quanto volta a migliorare la competitività del mercato italiano e a favorire l'adozione di strutture di gestione già ampiamente utilizzate e conosciute, con risultati positivi, in altre giurisdizioni, AIFI ha sottolineato nell'audizione tenuta nel processo parlamentare alcuni profili volti a rendere maggiormente efficace tale novità normativa. Si è, infatti, proposta una struttura giuridica alternativa che la allinei maggiormente ai modelli di successo internazionali, avvantaggiandosi dell'esperienza maturata in tali contesti, in modo da renderla più adatta alla prassi. Si è così suggerito al legislatore di valutare, come alternativa all'utilizzo della c.d. S.a.p.A., quello

della società in accomandita semplice.

La richiesta è stata motivata facendo riferimento all'esperienza internazionale e, in particolare, a quella del Lussemburgo dove si è passati, come modello di *limited partnership*, dall'utilizzo della società in accomandita per azioni (c.d. Sca), introdotta nella prima fase di avvio del mercato, alla società in accomandita semplice (SCSp), priva di personalità giuridica, che negli ultimi anni si sta progressivamente affermando come schema prevalente. In tal senso, assume rilievo anche l'esperienza francese che ha introdotto la possibilità di strutturare fondi d'investimento nella forma di *Société de Libre Partenariat* (SLP). Nel corso degli anni, la disciplina delle SLP è stata progressivamente modificata per adeguare tali veicoli alle esigenze operative del private equity. Il percorso di revisione da parte del legislatore francese consente di identificare alcuni elementi essenziali per la diffusione di queste strutture sul piano internazionale come, ad esempio, la possibilità di redigere e gestire i documenti costitutivi della SLP in lingua inglese; l'esigenza di garantire la confidenzialità dei documenti costitutivi della SLP; la possibilità, particolarmente rilevante per numerosi investitori istituzionali e, in particolare, per quelli provenienti dagli Stati Uniti, di investire in un veicolo fiscalmente trasparente.

Nel processo parlamentare tale suggerimento è stato colto attraverso l'indicazione al Governo di valutare l'opportunità di prevedere il *ricorso a un modello societario diverso da quello di società in accomandita per azioni, quale, ad esempio, quello di società in accomandita semplice, e ad una disciplina societaria più flessibile, in particolare nel caso di società di partenariato sotto soglia*.

Occorre da ultimo ricordare che, sebbene siano state introdotte importanti novità nel contesto giuridico del nostro Paese, queste non sono sufficienti, di per sé, a garantire lo sviluppo futuro dell'industry.

Occorre intervenire con politiche efficaci per incrementare il flusso di risorse raccolte da questo comparto della finanza alternativa, tenuto conto che la strada per rafforzare i fondi di private capital e la loro capacità di sostegno all'economia reale passa attraverso un significativo incremento degli investimenti da parte degli investitori istituzionali che, tradizionalmente, in mercati più evoluti, rappresentano la fonte privilegiata di raccolta. I suggerimenti circa le policy implementabili in questo ambito spaziano dalle azioni di moral suasion, al rafforzamento degli incentivi fiscali esistenti, o al renderli più facilmente applicabili, alla previsione di regole di investimento in fondi di private assets che non siano troppo stringenti.

Questo è un obiettivo non solo italiano ma anche comunitario, secondo quanto espresso dalla *Savings and Investments Union*.

La riforma del TUF e l'attrattività del mercato dei capitali: listing, downlisting e sviluppo del public equity

CRISTINA DE HAAG

Head of Legal Italy
Borsa Italiana – Gruppo Euronext

Nel ringraziare per l'invito, Borsa Italiana si unisce al giudizio positivo espresso sulla riforma del Testo Unico della Finanza (TUF) e della disposizioni in materia di società di capitali di cui al codice civile.

Il 2026 è un anno di discontinuità importante per i mercati dei capitali italiani con la riforma del TUF e l'entrata in vigore del Listing Act che si aggiungono alla Legge Capitali del 2024 e alle semplificazioni delle Regole di listing di Borsa Italiana del 2022 e del 2025, unitamente alle semplificazioni introdotte dalla CONSOB in questi anni.

Non si tratta di un singolo intervento normativo, ma di un effetto cumulativo, di normative domestiche ed europee; un *puzzle* che si può dire si sia completato con la riforma del TUF.

Listing Act

Il Listing Act interviene dove la burocrazia pesa di più: i prospetti. Soglie di esenzione più alte, nuove esenzioni, prospetto semplificato per le emissioni secondarie (follow-on) fino a 50 pagine, prospetti azionari standard ridotti a un massimo di 300 pagine. E ancora: flottante minimo abbassato al 10% con capitalizzazione minima di 1 milione. Il messaggio è chiaro – quotarsi deve costare meno, in termini di tempo e di adempimenti. Una semplificazione attesa da anni da chi lavora sul mercato.

Riforma TUF: autonomia statutaria per le neo quotate e le PMI quotate

Lato mercato, la novità più strutturale della riforma del TUF è il regime semplificato opzionale per le neo quotate e per le PMI già quotate con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo nei tre esercizi precedenti. Chi sceglie di aderirvi ottiene tre leve di flessibilità:

1. elezione del CdA senza voto di lista (con alcune garanzie per le minoranze in casi spe-

cifici);

2. possibilità di limitare le cause di recesso ex art. 2437 c.c., con meccanismi di salvaguardia;

3. facoltà di disapplicare o rimodulare il Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate, anche per quelle di maggiore rilevanza, a fronte di un obbligo informativo semestrale al Consiglio di Amministrazione sulle operazioni escluse.

Non si tratta di un abbassamento delle tutele, ma di un superamento dell'approccio *one-size-fits-all*. Ogni società, con i propri *advisor* e in dialogo con gli investitori, potrà scegliere il *set-up* di *governance* più coerente con la propria struttura e decidere così di optare per un regime semplificato. Il voto di lista, peraltro, è una peculiarità tutta italiana: non è un dogma europeo.

La Consob pubblicherà e aggiornerà l'elenco delle società aderenti al regime speciale, garantendo trasparenza al mercato.

Riforma TUF: il *downlisting* quale alternativa al *delisting*

La riforma del TUF introduce anche la possibilità per le società quotate su un mercato regolamentato italiano di chiedere il trasferimento dei propri strumenti su un MTF italiano o europeo (cfr. nuovo comma 1-bis dell'articolo 133 TUF).

Un'opzione in più per le società quotate che può rappresentare un'alternativa efficace al *delisting*, preservando il rapporto con gli investitori e consentendo una più graduale ristrutturazione societaria.

Rimane aperta la questione del diritto di recesso dei soci dissenzienti alla delibera di *delisting* e ammissione all'MTF - diritto di recesso, che ove riconosciuto, avrebbe effetto di limitare l'applicazione della disciplina - su cui sarebbe auspicabile una presa di posizione legislativa chiara.

Come Borsa la via principale per noi è e rimane l'*uplisting* cioè il passaggio dai mercati MTF di crescita a quelli regolamentari.

Siamo favorevoli ad un approccio graduale al mercato pubblico dove gli MTF di crescita rappresentino un palestra per poi passare ai mercati regolamentari. Trenta società hanno già affrontato questo percorso, società che capitalizzano quanto o di più di tutto il mercato Euronext Growth Milan. Per dare due dati oggi su Euronext Milan (precedentemente denominato mercato MTA) vi sono al 27 febbraio 2026 n. 199 quotate e su Euronext Growth Milan 209 quotate.

Oltre la norma: ecosistema, investitori e risparmio privato

In conclusione, la riforma del TUF era senz'altro il pezzo mancante al nostro *puzzle* normativo ma non ci si può fermare qui.

L'*effort* regolamentare di semplificazione deve continuare e la costituzione della Cabi-

na di Regia rappresenta un importante strumento per raccogliere le istanze del mercato e mantenere sempre aggiornato l'impianto normativo.

Le riforme normative sono necessarie, ma non sufficienti.

L'attrattività di un mercato dei capitali dipende da variabili interconnesse tra loro: efficienza delle infrastrutture, *framework* fiscale che orienta allocazioni di portafoglio di investitori e scelte di investimento delle imprese, cultura dell'*equity*. Su questo fronte, alcuni segnali positivi ci sono.

Il Fondo Nazionale Strategico Indiretto (FNSI) — prima partnership pubblico-privato pensata per investire in PMI italiane quotate, con il 70% dell'allocazione fuori dal FTSE MIB — rappresenta un passo importante e le risorse mobilitate da FNSI potranno stimolare un circolo virtuoso in grado di attrarre altri investitori.

In Italia ci sono 289 investitori istituzionali con un patrimonio complessivo di oltre 1.000 miliardi: assicurazioni, fondazioni, casse di previdenza, fondi pensione. Con il giusto contesto regolatore e fiscale, il loro contributo al finanziamento delle imprese potrebbe essere ben più rilevante di quanto non sia oggi.

Ma la vera sfida è anche un'altra: canalizzare il risparmio privato delle famiglie italiane verso il *public equity*. L'Italia è un paese ricco di risparmio — e povero di cultura azionaria. Chiudere questo *gap* è la partita più importante. La leva fiscale sarà determinante.

L'intervento di Cassa Depositi e Prestiti nel mercato del private capital: prospettive di sviluppo alla luce della riforma del TUF

ANDREA NUZZI

Chief Business Officer
CDP

ALESSIA ZEQA

Corporate Affairs Senior Professional
CDP Equity

SOMMARIO*: 1. Inquadramento sistematico. - 2. Approccio e strumenti di intervento di Cassa Depositi e Prestiti nel mercato del private capital. - 3. Considerazioni conclusive: alcuni spunti di riflessione in relazione alla riforma del TUF.

1. Inquadramento sistematico

Nel quadro della recente riforma⁰¹ del Testo Unico della Finanza⁰², le considerazioni del presente contributo intendono offrire una riflessione sul mercato italiano del *private capital* e della finanza alternativa, soffermandosi in particolare sul ruolo di Cassa Depositi e Prestiti (di seguito, anche "**Cassa**" o "**CDP**"), con peculiare riguardo alle modalità di intervento adottate e alle prospettive di sviluppo della sua operatività in tale ambito.

Allo scopo di avviare tale riflessione, occorre in via preliminare muovere da alcuni elementi di carattere sistematico.

* Le posizioni contenute nel presente contributo sono espresse dagli autori a titolo personale.

⁰¹ La riforma trova il proprio fondamento nella legge 5 marzo 2024, n. 21, recante interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la revisione organica del TUF. In attuazione di tale delega, il decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47, entrato in vigore il 29 aprile 2026, ha introdotto misure volte alla razionalizzazione e semplificazione della disciplina, nonché all'ampliamento degli strumenti operativi a disposizione del mercato dei capitali italiano.

⁰² Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, e successive modificazioni e integrazioni (di seguito, anche "**TUF**").

Un primo elemento di contesto concerne la posizione dell'Italia nel quadro europeo del mercato del capitale alternativo. Il nostro Paese continua a presentare, infatti, un divario significativo nello sviluppo degli strumenti di finanza alternativa e nella presenza di investitori attivi nelle relative *asset class* rispetto ai principali ordinamenti europei.

Tale divario emerge, tra l'altro, dal confronto con i livelli di investimento in *private equity* e *venture capital* registrati in altri sistemi europei, che risultano sensibilmente superiori a quelli osservabili nel mercato italiano ⁰³.

Il dato assume rilievo ancora maggiore ove si consideri che anche l'Europa, nel confronto con il mercato statunitense, evidenzia una diffusione più contenuta degli strumenti di finanza alternativa, nonché una più marcata scarsità di investitori attivi nel mercato del *private capital*. L'anomalia italiana, pertanto, si inquadra in una più ampia anomalia del contesto europeo rispetto ai sistemi finanziari maggiormente evoluti: tale elemento di fragilità si riflette anche nella più ridotta incidenza degli investimenti alternativi sul complesso delle fonti di finanziamento delle imprese.

Un secondo elemento di contesto riguarda il persistente disallineamento tra risparmio privato disponibile e investimenti nei mercati alternativi. Un dato contribuisce efficacemente a qualificare la portata del fenomeno: circa il 70% dei risparmi dei cittadini dell'Unione europea, pari a quasi 10.000 miliardi di euro, permane allocato in depositi bancari. Anche con specifico riferimento all'Italia, l'ammontare della liquidità detenuta in depositi bancari, pari a circa 1600 miliardi di euro ⁰⁴, conferma la persistenza di un significativo bacino di risparmio potenzialmente mobilitabile verso forme di investimento di medio-lungo periodo.

Un terzo elemento di contesto attiene all'interesse di CDP per la riforma del Testo Unico della Finanza: questo si collega, tra l'altro, alla funzione storicamente svolta dall'Istituto quale strumento di convogliamento del risparmio privato verso l'economia reale.

Tale funzione si traduce, sul piano operativo, nella raccolta di circa 300 miliardi di euro di risparmio postale veicolati da circa 27 milioni di risparmiatori e nel successivo impiego di tali risorse a sostegno di investimenti, infrastrutture, imprese e processi di sviluppo, secondo una logica di connessione tra risparmio diffuso e crescita del Paese.

La quarta premessa attiene alla coerenza tra gli obiettivi della riforma del Testo Unico della Finanza e quelli della *Savings and Investments Union* ⁰⁵, già *Capital Markets Union* ⁰⁶.

Nel dettaglio, un primo obiettivo comune consiste nel favorire l'accesso delle piccole

⁰³ Cfr. Annual activity statistics; AIFI – PwC, *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt 2025*.

⁰⁴ <https://www.fabi.it/2025/06/14/nei-salvadanai-delle-famiglie-italiane-6-030-miliardi/>

⁰⁵ Savings and investments union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses – Finance

⁰⁶ Capital markets union 2020 action plan – Finance – European Commission

e medie imprese a fonti alternative di capitale, anche attraverso la riduzione di taluni oneri regolatori e il rafforzamento dei canali di investimento non bancari.

Un secondo obiettivo è rappresentato dalla facilitazione dell'accesso delle imprese al capitale di rischio, obiettivo perseguito anche mediante il riconoscimento di modelli organizzativi e veicoli di investimento più flessibili, maggiormente idonei a sostenere operazioni di *venture capital* e *private equity*.

Una terza finalità comune consiste nell'accrescere l'attrattività delle imprese italiane nei confronti degli investitori internazionali e istituzionali, anche mediante l'avvicinamento del quadro nazionale alle migliori prassi europee e il contenimento di fenomeni di arbitraggio regolamentare.

Un ulteriore scopo è l'incremento della competitività del mercato italiano del *private capital*, attraverso un quadro normativo più coerente con esigenze di differenziazione regolatoria e più favorevole alla nascita e alla crescita di operatori specializzati.

In questa prospettiva, la riforma del TUF e le iniziative europee in materia di unione dei mercati dei capitali condividono l'obiettivo di rendere più efficiente l'incontro tra risparmio e investimento, ampliando i canali di finanziamento disponibili per le imprese lungo le diverse fasi del loro ciclo di vita, dall'avvio alla crescita sino all'eventuale accesso ai mercati regolamentati.

2. Approccio e strumenti di intervento di Cassa Depositi e Prestiti nel mercato del *private capital*

Per comprendere il significato dell'intervento di CDP nel mercato del *private capital* è necessario chiarire, in via preliminare, che cosa sia Cassa Depositi e Prestiti e quale posizione essa occupi nell'ordinamento economico italiano.

Cassa Depositi e Prestiti costituisce un *unicum* nel nostro ordinamento, in ragione di una fisionomia istituzionale peculiare, che la colloca, storicamente, al punto di incontro tra raccolta del risparmio e promozione dello sviluppo economico del Paese.

La sua configurazione attuale è il risultato di un'evoluzione che l'ha condotta da articolazione dell'amministrazione statale a società per azioni a controllo pubblico⁰⁷, con apertura del capitale a investitori di minoranza⁰⁸ e collocazione al di fuori del perimetro pubblico, secondo la classificazione Eurostat.

Collocata pertanto al di fuori della Pubblica Amministrazione, sviluppa un approccio di

⁰⁷ Cfr. legge 17 maggio 1863, n. 1270, istitutiva della Cassa Depositi e Prestiti; decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito con modificazioni dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, che ha disposto la trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni; decreto MEF del 6 ottobre 2004; statuto sociale di Cassa depositi e prestiti S.p.A.

⁰⁸ Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. è una società per azioni a controllo pubblico, il cui capitale è detenuto in maggioranza dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (82,77%) e, per la restante quota, da Fondazioni di origine bancaria (17,23%).

“operatore di mercato”, che agisce come un investitore privato, sostenendo rischi e benefici di ogni operazione ⁰⁹.

In virtù di tali considerazioni, la Cassa si è caratterizzata per una rilevante evoluzione del proprio perimetro operativo.

Originariamente incentrata sulla raccolta del risparmio postale e sul finanziamento di attività di interesse pubblico a favore delle Pubbliche Amministrazioni, Cassa ha progressivamente esteso il proprio raggio d'azione, tra gli altri, al finanziamento delle imprese, agli investimenti, alla gestione di partecipazioni strategiche, al sostegno all'internazionalizzazione e, più di recente, alla cooperazione internazionale allo sviluppo.

In questo quadro, la sua operatività si articola tanto nell'impiego di risorse proprie, compatibilmente con il principio dell'operatore privato, quanto nella gestione di risorse pubbliche nell'ambito di specifici mandati istituzionali. In tale evoluzione si iscrive anche la qualificazione di CDP sia come “Istituto Nazionale di Promozione”, sia come “Istituzione finanziaria per la cooperazione internazionale allo sviluppo”, secondo un modello che ne accentua il ruolo di cerniera tra mercato, politiche pubbliche e sviluppo economico ¹⁰.

Muovendo da tali brevi considerazioni introduttive, può osservarsi come le finalità sottese alla riforma del Testo Unico della Finanza, alla *Saving and Investment Union* e alla *Capital Markets Union*, come sopra sinteticamente delineate, trovino corrispondenza in alcune delle principali premesse che hanno orientato la redazione del Piano Strategico 2025-2027 di CDP.

Quest'ultimo, nel confermare il ruolo del Gruppo quale piattaforma di finanza e competenze a sostegno della crescita del Paese, individua alcune direttrici che appaiono coerenti con la logica sottesa alla riforma del TUF: il rafforzamento della competitività del sistema economico, l'ampliamento dell'accesso delle imprese a strumenti finanziari diversificati, una maggiore capacità di attivazione di capitali di terzi secondo logiche di addizionalità e *crowding in*, nonché un incremento graduale della presa di rischio su ambiti ritenuti prioritari.

In questa prospettiva, il Piano, oltre a prevedere un'espansione quantitativa degli interventi di CDP, valorizza anche un modello di azione orientato a colmare lacune di mer-

⁰⁹ Pur assumendo la forma giuridica di società per azioni, CDP opera sulla base di una disciplina peculiare, che tiene conto della sua funzione istituzionale e della natura pubblica del controllo. Tale disciplina consente, in alcune aree di attività, la vigilanza della Banca d'Italia e l'applicazione modulata delle regole ordinarie in materia bancaria e finanziaria, nel rispetto degli obiettivi di interesse generale che ne orientano l'operato.

¹⁰ Nel 2015 Cassa Depositi e Prestiti diventa l'Istituzione Finanziaria Italiana per la Cooperazione allo Sviluppo. In questo ruolo sostiene iniziative pubbliche di cooperazione internazionale e finanzia investimenti di aziende europee e italiane nei mercati emergenti e in via di sviluppo. Con la Legge di Stabilità 2016, CDP diventa l'Istituto Nazionale di Promozione italiano, assumendo un ruolo chiave nell'attuazione del Piano Juncker.

cato, ad accompagnare la crescita dimensionale delle imprese e a favorire lo sviluppo di un ecosistema del *private capital* più profondo, attrattivo e coerente con l'obiettivo – perseguito anche dalla riforma del TUF – di rendere più efficiente la canalizzazione del risparmio verso investimenti produttivi e di lungo periodo.

La convergenza tra gli obiettivi della riforma e le premesse del Piano Strategico 2025-2027 di CDP emerge con ancora maggiore evidenza ove considerata nel contesto di alcuni fattori strutturali di debolezza che caratterizzano il mercato italiano, tra i quali meritano di essere richiamati i seguenti:

- una riduzione del supporto del sistema bancario in termini di finanziamento delle piccole e medie imprese, anche per motivi di natura regolatoria. In particolare, negli ultimi dieci anni il credito bancario si è ridotto da circa 800 miliardi di euro a circa 600 miliardi di euro e, nello stesso arco temporale, il credito bancario a favore delle imprese è passato dal 50% al 27% del PIL italiano;
- una bassa capitalizzazione del mercato italiano, pari a circa il 38% del PIL;
- un rilevante ritardo rispetto ai concorrenti sia europei sia extraeuropei nelle *asset class* del *private equity* e del *venture capital*.

In questo contesto, l'azione di Cassa Depositi e Prestiti si sviluppa secondo una logica anticiclica: in altre parole, il bilancio di Cassa viene impiegato in misura più intensa nelle fasi in cui le difficoltà di sviluppo del mercato risultano maggiori.

Una rappresentazione significativa di tale approccio è data dal confronto tra la contrazione del credito bancario a favore delle imprese nell'ultimo decennio, come osservato prima, e l'incremento, nello stesso periodo, dello *stock* di credito di CDP a favore di aziende e infrastrutture, più che raddoppiato fino a raggiungere un livello attuale pari a circa 75 miliardi di euro.

Focalizzando l'attenzione al mercato del *private capital*, Cassa interviene adottando una strategia basata sui seguenti *driver*:

- un primo livello di intervento si colloca "a monte" del mercato: l'obiettivo è favorire la creazione di un ecosistema dell'*asset management* più fluido e profondo, coinvolgendo altri investitori istituzionali, quali casse professionali, fondi pensione negoziali e imprese di assicurazione, e provando ad attuare un'azione di c.d. *crowding in*, vale a dire la capacità di attrarre ulteriori investitori, finanziatori e garanti nelle operazioni cui partecipa Cassa Depositi e Prestiti. In questa prospettiva, la presenza di CDP svolge spesso una funzione segnaletica positiva per il mercato, rafforzando la credibilità dell'operazione e l'interesse di altri operatori, anche in ragione del ruolo spesso svolto di *anchor investor* o *anchor lender*;
- un secondo livello di intervento nel *private capital* è rappresentato dal coinvolgimento di Cassa "a valle", direttamente in strumenti che presentano maggiori difficoltà di sviluppo sul mercato. L'esempio più significativo è costituito dal comparto dei *minibond* e

dei *basket bond*, rispetto al quale CDP ha progressivamente consolidato una posizione di rilievo;

- un terzo livello di intervento, di natura trasversale, concerne la predisposizione di iniziative volte ad avvicinare le imprese, in particolare le piccole e medie imprese, al mercato del *private capital*, accrescendone l'attrattività nei confronti degli investitori istituzionali.

La rilevanza dell'intervento di CDP nelle tre direttrici appena richiamate emerge con particolare evidenza ove si considerino alcuni dati di operatività:

- con riferimento al primo fronte, CDP svolge un ruolo di *sponsor* e promotore di strumenti di investimento idonei a operare lungo l'intero ciclo di vita delle imprese, dal *venture capital* al *private equity*, sino ai segmenti del credito, dell'*equity* liquido e del *turn-around*. In particolare, nel *venture capital* CDP opera come primo investitore italiano, con circa 5 miliardi di euro di *asset under management*, sia direttamente che secondo una logica di "fondo di fondi", avendo contribuito a creare un ecosistema di circa 1300 aziende partecipate direttamente o indirettamente. Nel *private equity*, Fondo Italiano d'Investimento SGR¹¹ presenta circa 4,3 miliardi di euro di *asset under management*. Nel segmento del credito, Cassa ha investito in oltre 20 fondi per circa 800 milioni di euro, attraendo ulteriori risorse fino a un totale di circa 3,3 miliardi di euro di investimenti complessivi, a beneficio di circa 2600 aziende. Nell'*equity* liquido, il Fondo Nazionale Strategico del Patrimonio Rilancio¹² ha investito in 6 fondi per circa 250 milioni di euro, a fronte di una raccolta complessiva di circa 500 milioni di euro. Nel segmento del *turnaround*, infine, risultano perfezionate delibere di investimento in 10 fondi per circa 1 miliardo di euro, con un *target* di raccolta complessivo pari a circa 2 miliardi di euro;

- con riguardo al comparto dei *minibond* e dei *basket bond*, l'intervento di Cassa ha contribuito in misura significativa alla crescita del segmento, attraverso investimenti pari a circa 600 milioni di euro, una raccolta complessiva di circa 1,3 miliardi di euro e il sostegno a circa 300 aziende, in particolare piccole e medie imprese e *mid-cap*. Particolarmente significativo è il fatto che, in circa il 90% dei casi, le imprese interessate non avevano mai emesso in precedenza uno strumento di debito riservato a investitori istituzionali;

- con riferimento alla terza direttrice di intervento, la componente trasversale si concretizza nella predisposizione di strumenti non finanziari idonei ad accompagnare le

¹¹ Società di gestione del risparmio partecipata da CDP per il tramite di CDP Equity, che detiene il 55% del capitale sociale della SGR.

¹² Il Patrimonio Rilancio è un patrimonio destinato costituito da Cassa Depositi e Prestiti su autorizzazione legislativa, con la finalità di sostenere la patrimonializzazione e il rilancio delle imprese italiane colpite dalla crisi pandemica da Covid-19. È stato introdotto dall'art. 27 del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. "Decreto Rilancio"). Il Fondo Nazionale Strategico è uno degli strumenti operativi istituiti nell'ambito del Patrimonio Rilancio di CDP, con la finalità di sostenere imprese italiane considerate strategiche per il sistema economico nazionale.

imprese verso il mercato dei capitali. Rientrano in tale ambito, ad esempio, la *Capital Structure Advisory*, quale attività di assistenza non finanziaria finalizzata allo sviluppo di piani strategici, industriali ed economico-finanziari solidi, nonché i programmi di accelerazione d'impresa, che contribuiscono a migliorare il posizionamento competitivo delle imprese e la loro leggibilità nei confronti degli investitori istituzionali. Tali programmi accompagnano le imprese partecipanti attraverso sessioni di *training*, *coaching* e supporto su temi quali internazionalizzazione, *export*, digitalizzazione e sostenibilità.

3. Considerazioni conclusive: alcuni spunti di riflessione in relazione alla riforma del TUF

La riforma del Testo Unico della Finanza rappresenta un tentativo organico di miglioramento dell'efficienza dei segmenti del mercato del *private capital*, mediante un insieme coordinato di misure volte a semplificare il quadro regolatorio, ampliare la platea degli operatori e favorire la canalizzazione del risparmio verso investimenti produttivi.

Coerentemente con tali obiettivi, le nuove disposizioni sono orientate a incrementare la trasparenza, conseguire una maggiore semplificazione regolatoria, attenuare le barriere all'entrata e ridurre alcuni colli di bottiglia che hanno storicamente limitato lo sviluppo del mercato nazionale dei capitali.

Tra le innovazioni che meglio esprimono tale impostazione si colloca l'introduzione dei gestori di FIA sottosoglia registrati. Il decreto legislativo attuativo ha infatti sostituito, per tali operatori, il precedente modello autorizzativo con un regime semplificato di registrazione, coerente con il principio di proporzionalità e rivolto a soggetti caratterizzati da dimensioni contenute o ridotto impatto sistemico.

La misura appare particolarmente rilevante per favorire l'ingresso sul mercato di *first-time-first-team fund* di prima costituzione e di operatori specializzati in segmenti di nicchia, in particolare nel *venture capital* e negli investimenti alternativi chiusi riservati.

Tale misura richiede tuttavia una valutazione attenta in chiave prospettica. Se, da un lato, il regime di registrazione riduce gli oneri di accesso e alleggerisce l'intensità della vigilanza, dall'altro resta essenziale il raggiungimento di una dimensione minima, in termini di *Asset Under Management*, che possa garantire sostenibilità economica dell'iniziativa, capacità di attrarre componenti del *team* di investimento di qualità e attrattività nei confronti di investitori istituzionali evoluti.

La semplificazione, pertanto, costituisce una condizione necessaria ma non sufficiente per il consolidamento dell'operatore.

Un secondo esempio di particolare interesse è costituito dall'introduzione delle società di partenariato, che mirano ad avvicinare l'ordinamento italiano a modelli ampiamente diffusi in altri sistemi, in particolare a quello della *limited partnership*.

La scelta appare apprezzabile nella misura in cui riduce potenziali distorsioni derivan-

ti dall'arbitraggio regolamentare e mette a disposizione del mercato domestico uno strumento potenzialmente più adatto a iniziative di *private capital*, *club deal* e strutture riconducibili al mondo dei *family office*, con possibili effetti positivi in termini di attrazione di investitori internazionali.

Un terzo profilo di rilievo riguarda l'ampliamento del novero degli investitori professionali di diritto, con inclusione delle casse previdenziali. Tale intervento può agevolare l'espansione della platea di co-investitori istituzionali nei segmenti del *private capital* e contribuire alla mobilitazione di risorse di lungo termine verso l'economia reale.

Resta tuttavia necessario che tali soggetti accompagnino il mutamento regolatorio con un rafforzamento delle competenze tecniche, dei sistemi informativi, dei processi interni e degli assetti organizzativi, così da presidiare in modo adeguato il profilo rischio-rendimento degli investimenti illiquidi.

Dal punto di vista di CDP, nella sua qualità di investitori istituzionale, la presenza di misure idonee ad ampliare il numero di co-investitori interessati a strumenti illiquidi collegati all'economia reale italiana costituisce un elemento di particolare rilievo, poiché rafforza la profondità del mercato e favorisce una maggiore capacità di mobilitare capitale paziente.

La riforma del TUF offre, pertanto, spunti di apprezzabile interesse per l'analisi dell'evoluzione del mercato italiano dei capitali.

Centrale sarà comprendere come sarà sviluppata la normativa secondaria e come la stessa sarà applicata dalle autorità competenti, dalle quali dipenderà, in misura significativa, l'effettiva capacità delle innovazioni introdotte di tradursi in un ampliamento dell'operatività e della competitività del sistema.

Un'ultima considerazione consente di ampliare l'analisi alle recenti dinamiche del mercato statunitense del *private capital*.

Se, da un lato, appare condivisibile l'esigenza di promuovere un maggiore sviluppo del mercato italiano ed europeo, dall'altro emergono esperienze straniere che suggeriscono cautela rispetto a modelli di crescita eccessivamente spinti o scarsamente presidiati sotto il profilo del rischio.

Le recenti vicende del mercato statunitense del *private credit*¹³ mostrano, peraltro, come percorsi di crescita molto accelerati possano esporre il sistema a criticità rilevanti, soprattutto quando si combinino leva finanziaria, apertura al mercato borsistico e distribuzione dei prodotti a una platea di investitori non sempre pienamente attrez-

¹³ Nel dibattito più recente sono stati richiamati, a titolo esemplificativo, il caso "*Clearwater Corporate*", una delle principali piattaforme di *lending* nel mercato americano con 33 miliardi di dollari di *asset under management*, nonché "*Blue Owl Capital*", con masse pari a circa 300 miliardi di dollari di *asset under management*, a conferma della scala sistemica che tali fenomeni possono assumere.

zata a valutarne il rischio.

Il riferimento comparatistico conferma, pertanto, che l'espansione del mercato del *private capital* richiede un equilibrio costante tra obiettivi di sviluppo, tutela degli investitori e stabilità del sistema finanziario.

Tale combinazione di fattori può generare vulnerabilità sistemiche, incidendo negativamente sulla fiducia degli investitori e sulla stabilità del mercato del *private credit*. Proprio per questa ragione, il rafforzamento del mercato italiano ed europeo dovrebbe accompagnarsi a un disegno regolatorio equilibrato, capace di favorire l'innovazione finanziaria senza replicare assetti eccessivamente aggressivi sotto il profilo della leva, della distribuzione e della gestione del rischio.

Le semplificazioni per PMI e società di nuova quotazione nella riforma del TUF

MARCO VENTORUZZO

Professore Ordinario di Diritto commerciale
Università Bocconi

Le quattro semplificazioni previste dalla riforma del TUF per le società di nuova quotazione e per determinate PMI mi sembrano un ragionevole esercizio di proporzionalità. Come noto, esse riguardano operazioni con parti correlate, recesso, maggioranze per le modifiche statutarie e nomina degli organi sociali. Incidono certamente su strumenti di tutela delle minoranze, ma non ne determinano lo smantellamento. In diversi casi consentono di avvicinare la disciplina italiana a soluzioni già presenti in altri ordinamenti europei. La mia preferenza personale avrebbe riguardato soprattutto l'ambito di applicazione: mi sarei limitato alle PMI, indipendentemente dal momento della quotazione. Provo a spiegare perché le due valutazioni sono coerenti.

Il riferimento è all'art. 6, comma 1, lett. qq), del d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, che introduce gli artt. 154.1-154.5 TUF, e all'art. 16 dello stesso decreto. Un primo dato merita di essere chiarito: le deroghe richiedono una scelta statutaria, dunque una deliberazione dei soci. Per le nuove quotazioni, l'opzione iniziale precede la richiesta di ammissione al mercato regolamentato italiano e produce effetti dalla quotazione; i soci che non concorrono alla deliberazione possono recedere (art. 154.2, comma 1). Chi investe in sede di quotazione trova quindi già definito l'assetto statutario. Per le PMI già quotate ammesse al regime, l'art. 16, comma 2, aggiunge il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti diversi dai titolari, anche congiunti, della partecipazione di maggioranza, anche relativa, superiore al 10%. Questa maggioranza delle minoranze può impedire l'adozione solo se i contrari rappresentano almeno il 10% del capitale. Resta il recesso dei soci non consenzienti. Sono presidi concreti, pur senza attribuire a qualsiasi minoranza un potere di veto.⁰¹

⁰¹ D.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, artt. 6, comma 1, lett. qq), e 16, commi 1-3, G.U. 14 aprile 2026, n. 86, S.O. n. 14, in vigore dal 29 aprile 2026. Testo ufficiale: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2026/04/14/26G00064/SG>.

Comincio dalle operazioni con parti correlate. L'art. 154.5 consente allo statuto di ampliare le esenzioni dalle procedure previste dall'art. 2391-bis c.c.; queste devono comunque applicarsi quando almeno uno degli indici quantitativi stabiliti dalla Consob supera il 10%. Restano gli obblighi informativi richiamati dalla norma e l'informazione degli organi delegati al consiglio almeno semestrale. L'intervento si affianca alla modifica generale dell'art. 2391-bis, terzo comma, lett. b), operata dall'art. 9, comma 1, lett. p), del decreto, che consente ulteriori esenzioni procedurali individuate dalla Consob a fronte di informazione in bilancio. La semplificazione riguarda quindi il procedimento; non elimina i generali doveri e responsabilità degli amministratori.

Anche il confronto europeo va fatto su questo piano. L'art. 9-quater della direttiva 2007/36/CE, introdotto dalla direttiva (UE) 2017/828, richiede presidi per le operazioni rilevanti, lasciando agli Stati la definizione della rilevanza. Non impone certo l'intera architettura italiana. Ciò non significa che il 10% sia una soglia europea uniforme: in Germania, per esempio, il § 111b AktG richiede l'approvazione preventiva del consiglio di sorveglianza oltre l'1,5% degli attivi, con cumulo delle operazioni con la stessa controparte nell'esercizio. I denominatori, gli organi e le procedure contano quanto le percentuali. Il punto è che graduare gli oneri in funzione della rilevanza dell'operazione rientra pienamente nella logica europea della tutela.⁰²

Comprendo naturalmente le voci di chi teme proprio i rischi connessi a "piccole" operazioni con parti correlate da parte di PMI, spesso a ristretta base familiare e magari meno strutturate di grandi gruppi – in particolare quando operanti in settori regolamentati. Però il punto è sempre lo stesso: ogni semplificazione implica una rinuncia a qualche forma di tutela e, anche senza ricordare che la legge delega richiedeva proprio questo approccio, a me francamente non pare si siano eliminate protezioni irrinunciabili.

Sul recesso, l'art. 154.4, comma 2, permette di escludere le cause del primo comma dell'art. 2437 c.c., ma conserva quella relativa alla modifica dell'oggetto sociale che alteri in modo rilevante il rischio d'impresa. Anche quest'ultima può essere esclusa, ai sensi del comma 3, se la deliberazione ottiene la maggioranza delle minoranze individuata dalla norma. La deroga non investe il recesso per esclusione dalla quotazione previsto dall'art. 2437-quinquies c.c. Non si può dunque descrivere il nuovo regime come una cancellazione del diritto di uscita proprio quando viene meno il mercato delle azioni.

Nella mia ricognizione dei regimi di uscita in trenta ordinamenti europei, riferita al 2025 e visibile sul sito di ECGI, il modello italiano emerge per l'ampiezza delle cause di recesso anche nelle quotate. In altri sistemi i rimedi di uscita sono più circoscritti e legati a specifiche operazioni; la Spagna, invece, presenta anch'essa un catalogo relativamente ampio. È una ricognizione delle regole, non una misurazione causale della loro efficacia. Basta però a mostrare che il catalogo italiano non costituisce una condizione ne-

⁰² Direttiva 2007/36/CE, art. 9-quater, introdotto dalla direttiva (UE) 2017/828, art. 1, n. 4; Aktiengesetz, § 111b, commi 1-3: https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/_111b.html.

cessaria per avere un mercato rispettoso delle minoranze. Il recesso ha un costo per la società e per chi rimane socio, può condizionare operazioni utili e avere effetti distortivi. La possibilità di vendere in borsa non lo sostituisce perfettamente, soprattutto nei titoli poco liquidi; può tuttavia concorrere a giustificare un diverso equilibrio tra rimborso, voto e rimedi contro gli abusi.

Quanto alle maggioranze assembleari, l'art. 154.4, comma 1, consente di approvare le modifiche statutarie, anche in prima convocazione, con almeno la maggioranza del capitale rappresentato. Restano fermi i quorum costitutivi dell'assemblea straordinaria. La facoltà è inoltre esclusa in presenza di azioni a voto plurimo o di maggioranza del voto: la legge evita così di sommare il rafforzamento del voto e l'abbassamento della maggioranza deliberativa. È una scelta di equilibrio riconoscibile. Anche qui la comparazione ridimensiona l'eccezionalità della soluzione. Nei Paesi Bassi gli artt. 2:120 e 2:121 BW consentono, in via generale e salvo diverse disposizioni, modifiche statutarie a maggioranza assoluta dei voti espressi. In Germania il § 179, comma 2, AktG permette allo statuto di derogare alla maggioranza legale dei tre quarti, con un limite specifico per la modifica dell'oggetto sociale. La Francia mantiene invece i due terzi dei voti espressi. L'Europa conosce più equilibri ragionevoli, non un'unica percentuale che separi tutela e arbitrio.⁰³ Né credo si possa dimenticare che gli attuali quorum furono introdotti alla fine degli anni Novanta dello scorso secolo, quando la partecipazione alle assemblee era decisamente più limitata sia per numeri che per tipologia di soci. I dati sull'afflusso e la presenza di investitori istituzionali, credo, implicano che il significato e gli effetti dei nuovi quorum non sconfiggano l'impostazione originaria del TUF; in certo modo possono vedersi come un (possibile) adattamento all'evoluzione degli assetti proprietari e delle dinamiche assembleari.

Infine, il voto di lista. L'art. 154.3 consente modalità alternative di elezione, anche mediante voto sui singoli candidati; in quest'ultimo caso, salvo diversa previsione, opera il voto cumulativo. La rappresentanza delle minoranze non viene comunque abbandonata senza condizioni. Almeno un candidato delle minoranze deve essere eletto se vi sono voto plurimo o maggiorato, controllo pubblico oppure se lo statuto non prevede un consiglio composto in maggioranza da indipendenti (comma 5). Restano inoltre la quota dei due quinti per il genere meno rappresentato e, nell'elezione individuale dell'organo di controllo, la provenienza dalle candidature di minoranza del presidente del collegio sindacale e di un componente del consiglio di sorveglianza (commi 1 e 6).

Ritengo che nel complesso il voto di lista abbia dato buona prova di sé e, personalmente, ho sempre ritenuto e affermato che in Italia esso ha contribuito a un miglioramento della governance. Da questo giudizio non discende però che debba essere l'unico sistema consentito. Occorre al contrario riconoscere che esso è certamente un sistema eccentrico nel panorama comparato. L'indipendenza degli amministratori, d'altronde,

⁰³ Burgerlijk Wetboek, artt. 2:120-2:121; Aktiengesetz, § 179, comma 2 (gesetze-im-internet.de/aktg/_179.html); Code de commerce, art. L225-96 (Légifrance, [LEGIARTIO000042339458](http://legifrance.legiartio000042339458)).

non coincide con la designazione da parte delle minoranze, sebbene entrambe possono concorrere a un efficace controllo della gestione. La riforma consente ai soci di combinare questi strumenti valorizzando l'autonomia privata e mantiene una rappresentanza necessaria proprio nelle situazioni nelle quali il legislatore la considera più importante. Piuttosto, sarebbe davvero urgente intervenire sulla sfortunata e infelice disciplina relativa alla lista del consiglio, che prevede norme convolute, complesse, ingiustamente penalizzanti di un meccanismo che ha dato generalmente buoni risultati. Molti – in verità quasi tutti – gli studiosi e i pratici lo dicono da tempo.

La questione sulla quale avrei personalmente preferito una soluzione diversa non riguarda tanto le norme sostanziali; come dicevo queste quattro semplificazioni mi paiono proporzionali e certo non offensive per la tutela dei soci. Riguarda, invece, l'ambito di applicazione, il perimetro di questi nuovi spazi di flessibilità statutaria. Per le nuove quotazioni il regime non è limitato alle piccole e medie imprese. Per le PMI già quotate, invece, l'art. 16, comma 2, richiede che non sia stato superato il limite di capitalizzazione di un miliardo di euro dell'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1), TUF nei tre esercizi precedenti quello di entrata in vigore del decreto, oltre che al momento della modifica statutaria. Si aggiunge la disciplina temporale del comma 3. Si combinano così una qualità dimensionale, una vicenda societaria e condizioni storiche di accesso. Non è un sistema privo di ragioni: favorire le quotazioni e rispettare l'affidamento di chi ha già investito sono obiettivi comprensibili. Ne risulta però un quadro complesso e per la verità un poco confuso, che può dar luogo a molteplici regimi non sempre facilmente "tracciabili" dagli investitori.

Mi sarei allora limitato a prevedere queste possibili semplificazioni per le PMI secondo la definizione del TUF, a prescindere dalla data di quotazione e dal momento in cui introducono la prima di esse, mantenendo la scelta statutaria e adeguate garanzie per il suo esercizio. La maggiore incidenza relativa di molti adempimenti dipende anzitutto dalla dimensione dell'emittente e può permanere a lungo dopo l'ingresso in borsa. Due società di dimensioni comparabili possono avere la stessa esigenza di semplificazione anche se una è quotata da molti anni e l'altra sta per esserlo. Viceversa, una grande società di nuova quotazione non presenta necessariamente la stessa esigenza (in alternativa, si sarebbero potute concedere le semplificazioni anche in questo caso ma con una *sunset clause*, ad esempio per soli tre anni). Un criterio dimensionale stabile, accompagnato da regole ordinate per l'acquisto e la perdita della qualifica, mi sarebbe sembrato più immediato da comprendere e applicare.

La riforma del TUF tra semplificazione, competitività e sviluppo del mercato dei capitali

ALESSANDRA BALBO

Direttrice generale della Cabina di Regia del mercato dei capitali
MEF

La riforma del Testo Unico della Finanza nasce, come tutte le riforme, da un entusiasmo un po' incosciente. Gli obiettivi identificati dalla riforma sono stati ambiziosi e hanno provato ad intercettare e a dare una risposta ai bisogni concreti delle imprese, degli operatori di mercato, degli investitori e delle istituzioni. Nell'idea, forse anch'essa ambiziosa, che sia possibile ricercare un punto di equilibrio tra tutti gli interessi in gioco a favore dello sviluppo del mercato dei capitali.

Lo scarso sviluppo del mercato dei capitali e del finanziamento tramite capitale di rischio è da sempre uno tra gli elementi di fragilità non solo dell'Italia, ma anche dell'Europa, che ha rappresentato nel tempo una significativa limitazione alla crescita dimensionale delle imprese e al finanziamento delle imprese più innovative. Diverse sono le cause alla base di questo sottodimensionamento e forse è anche superfluo elencarle nuovamente: vi sono fattori di carattere strutturale quali la prevalenza di imprese di medie piccole dimensioni nel tessuto produttivo e di un sistema di finanziamento più orientato al canale bancario; ma anche la complessità del sistema delle regole ha nel tempo giocato un ruolo rilevante, disincentivando l'ingresso e la permanenza delle società sul mercato regolamentato.

Con la riforma del Testo Unico della Finanza si è deciso di intervenire proprio sul sistema delle regole: alleggerendone la complessità si possono liberare le potenzialità di sviluppo del mercato dei capitali e consentire ai risparmi di andare a finanziarie le imprese, alimentando così la crescita economica. E' la stessa linea di azione che permea le riflessioni contenute nei rapporti Letta e Draghi e il progetto europeo sulla *Savings and Investments Union*.

Va sottolineato che il progetto di riforma del Testo Unico della Finanza, che ha visto la luce con la delega contenuta nell'art.19 e 19-bis della c.d. legge capitali (Legge n.21 del 5

marzo 2024), non ha rappresentato un'idea estemporanea, ma è stato piuttosto frutto del consolidarsi di una consapevolezza sulla necessità di intervenire sull'intero sistema di regole del mercato finanziario.

Numerosi sono stati negli anni gli studi e le analisi sulle aree di fragilità del mercato dei capitali domestico a cui si provava a fornire delle risposte. Nel 2020 l'OCSE aveva condotto con la *Financial Market Review* sull'Italia un primo studio sistematico dei punti di debolezza del nostro mercato dei capitali, sulla scia del quale il MEF nel marzo 2022 aveva elaborato un documento programmatico, il Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita. Le suddette analisi avevano consentito di elaborare le proposte contenute nella Legge Capitali del marzo 2024. Proprio nell'ambito del dibattito avviatosi con la Legge Capitali si è ravvisata la necessità di intervenire in modo sistematico ed organico sull'intero sistema di regole dei mercati finanziari, con la riforma organica delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti.

Alcuni dei punti specifici contenuti nella delega di cui all'art. 19 della Legge Capitali definiscono in modo chiaro e preciso gli obiettivi della riforma: si richiama la necessità di sostenere la crescita del Paese, favorendo l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, alle piccole e medie imprese e a forme alternative di finanziamento, nonché la necessità di aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti.

In particolare, la riforma interviene sul Testo unico della Finanza e sul codice civile nell'idea che la regolamentazione debba divenire uno dei fattori abilitanti per favorire lo sviluppo e la crescita del paese. Ma avendo la consapevolezza che intervenire sul sistema di regole è condizione necessaria ma non sufficiente: accanto ad una regolamentazione che sia di supporto al mercato finanziario è necessario sviluppare un ecosistema che possa favorirne la crescita. Il sistema di regole di governance, ovvero il diritto societario, non rappresentano infatti l'unico fattore che determina la scelta di un'impresa di accedere al mercato e di preferire il capitale di rischio al debito bancario.

In questa prospettiva la riforma ha introdotto alcuni gradi di flessibilità, perseguendo un obiettivo di semplificazione, di riduzione degli oneri e di coordinamento con quanto previsto in altri paesi europei, avendo cura di non incidere in negativo sulle tutele per gli investitori al dettaglio. La semplificazione è stata implementata non come una semplice riduzione del numero di norme o alleggerimento dei presidi, ma con l'obiettivo di rendere il sistema delle regole per renderle più efficienti ed efficaci, per poter rispondere al meglio ad un mondo in profondo e costante cambiamento.

I medesimi obiettivi di semplificazione e razionalizzazione della regolamentazione non restano peraltro circoscritti nell'ambito nazionale, ma sono oggetto di un ampio dibattito a livello europeo. Nel gennaio di quest'anno l'EIB ha elaborato un "*Report on simplification of eu financial law*", che mette in luce le principali criticità della regola-

mentazione sui mercati finanziari, e la Banca d'Italia nel dicembre 2005 ha pubblicato il quaderno di ricerca giuridica *"The Case for a Consolidated European Banking Act ("EUBA")"*, che approfondisce il quadro normativo di riferimento del settore bancario.

Alcune direttrici hanno guidato la definizione del percorso di riforma.

Uno dei punti qualificanti e caratterizzanti della riforma è stato prevedere misure di semplificazione e razionalizzazione organiche e sistematiche, evitando la parcellizzazione degli interventi ovvero le micromisure. In questa prospettiva la scelta di operare organicamente sull'intero Testo Unico della Finanza ha consentito di non limitare lo sguardo a solo una parte della normativa o del mercato, valorizzando le interconnessioni della normativa tra disciplina degli intermediari, dei mercati e degli emittenti, nonché da ultimo il sistema sanzionatorio. Decidere di alzare lo sguardo ha consentito altresì di valorizzare in tal modo l'intero ecosistema finanziario e non solo il mercato regolamentato in senso stretto. In questa prospettiva va ad esempio inserito l'intervento per valorizzare il segmento del *venture capital* e del mondo del risparmio gestito.

Una seconda direttrice seguita nei lavori della riforma è stata quella di analizzare il sistema di regole del mercato finanziario italiano avendo a riferimento le esperienze maturate nei principali paesi europei, nella consapevolezza che la prospettiva di un mercato integrato non possa prescindere da tale analisi.

Una terza direttrice, certamente non meno cruciale, è stata l'ascolto del mercato, di tutti gli operatori del mercato e di tutti gli *stakeholders* che sul mercato operano, lavorando in sinergia con le autorità di Vigilanza.

In questa prospettiva la parte più ambiziosa del progetto, benché sia quella che ha ricevuto meno eco mediatica, è stata la definizione un nuovo paradigma di lavoro per mettere a terra la semplificazione e la razionalizzazione delle norme.

Il processo di semplificazione e razionalizzazione delle regole, infatti, pur condiviso nello spirito generale, si scontra sempre con una difficoltà di implementazione che spesso si trascura. Difficoltà che si genera a partire dalla struttura della regolamentazione sui mercati finanziari che è principalmente di matrice eurounitaria, lasciando ai singoli paesi gradi di libertà limitati dato il principio di massima armonizzazione. Difficoltà che si sostanzia anche nella composizione degli interessi dei vari *stakeholders*. E difficoltà che si scontra negli ultimi anni in un processo di progressivo allentamento della gerarchia delle fonti: il processo di Lamfalussy che doveva essere una guida per l'azione del legislatore si è scontrato con una necessità di norme che definiscano anche i più piccoli dettagli.

La riforma del TUF ha voluto provare a fornire risposte non solo di merito, ma anche di metodo a queste difficoltà. Collocandosi in un percorso e in quadro organico, ha consentito altresì di riaccendere il dibattito sui mercati finanziari e sul sistema di regole che lo governano, favorendo la riflessione sugli altri strumenti abilitanti per lo sviluppo

del mercato.

Esattamente in questa prospettiva si colloca anche il progetto della Cabina di Regia per il mercato dei capitali, recentemente istituita presso il dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che ha lo scopo di curare la c.d. manutenzione del TUF, con i decreti correttivi, e fare da collettore delle proposte in termini di progettualità e di interventi in materia di mercato dei capitali.

Occorre infatti dare continuità al lavoro fatto con la revisione del TUF, avviando il cantiere relativo alla manutenzione delle norme: sono previsti due anni di tempo per predisporre gli eventuali decreti correttivi. Ma occorre soprattutto inserire in una prospettiva organica e sistematica gli interventi che possono essere di aiuto e di supporto allo sviluppo del mercato dei capitali domestico.

Saranno coinvolte le autorità di vigilanza e tutti gli *stakeholders*, per poter avviare riflessioni e soluzioni condivise e non disperdere le numerose energie presenti nel nostro mercato finanziario.