

ARTICOLI

La riforma del TUF tra competitività, risparmio e crescita

PAOLO BOCCARDELLI

Rettore dell'Università LUISS

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, Dott. Luca Lentini, Dott. Federico Riganti

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.

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.