

ARTICOLI

La Riforma del TUF: intermediari e mercati

RAFFAELE LENER

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
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: 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.