

ARTICOLI

La (mancata) riforma dell'art. 23 TUF

PAOLA LUCANTONI

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

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, 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, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, 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, Dott. Gianpaolo Panetta

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, Prof. Ignacio Tirado

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 (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.