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

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 Passalaqua, 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

Dialoghi di Diritto dell'Economia

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. Suggestionisparse.....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

A. Balbo, La riforma del TUF tra semplificazione, competitività e sviluppo del mercato dei capitali...199

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 mercati[01].

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 presìdi 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-UE[04].

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 precedente[05].

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 quotande 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 FinTech*. 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 "*glocal*", 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 Governance[04] 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 multinazionali[05], 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 detenuto 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).

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 eurounionali 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 19ª - 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 Capitali[03].

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 operativa[05]. 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 prudenziale 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 eurounionali (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 soste-

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_ii_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 Europea[07] nonché il crescente interesse degli investitori istituzionali previdenziali verso gli investimenti alternativi[08].

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 previdenziale[09] 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 disciplina[10].

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 svilisca 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 previdenziale[11]).

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 persone 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 mercato[13].

Tornano utili, al riguardo, le parole della Commissione europea nella menzionata Comunicazione del novembre 2025[14] 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, oltreché (ii) di una copertura previdenziale assicurata tramite (a) un rafforzamento della responsabilità fiduciaria dei gestori e (b) un rinvigorimento 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 previdenziale[16].

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 previdenziale[17], 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 professionale[18].

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 incerta[19], specie tenendo conto che questi ultimi sono oggetto di una regolamentazione ben più attenta e dettagliata, anche di matrice unionale[20], 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 flessibilità[21]; 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 perseguita[22].

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 tutele[23]. 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_lanno_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 dottrina[24], 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 gestiti[27].

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 semplificazione[28] 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 procedimentali 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 procedimentali 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 nazionale[01].

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 passato[02].

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 piena[03]. 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 economici[05]. 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 registrativi 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

05 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 connota[06].

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 mercato[07].

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 previdenziale[08]. 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 contenzioso[09].

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 vigilanza[10].

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 geografica[11]. 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. Maijoor, *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.

12Cfr. 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 dedicato[13].

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 normativa[14].

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.comitatoeducazionefinanziaria.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 espresso 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 materia[17]. 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 complessi[18].

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 limiti[19]. 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 consapevoli[20].

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 inscrive 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 efficienti[21]. 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 sanzionatorio[22]. Si tratta degli strumenti attraverso i quali le autorità di vigilanza assicurano la corretta applicazione della disciplina dei mercati, degli intermediari e degli emittenti[23].

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 pubblico[24]. 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 rischi[25]. 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 mercati[26]. 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, mediatamente, 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-

to[27]. 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 offerto[28].

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 richiesto[29].

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 profilazione[30].

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 rinviano, 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 cripto-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 cripto-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-soglia[02], 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 investitori[03], 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 ordinamenti[01].

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 costanza[02]. 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 princìpi generali del diritto dell'Unione in tema di irretroattività, come sanciti dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia[03].

---

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'atto[04].

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 sistema[05].

La dottrina più attenta ha colto in questa tendenza una vera e propria inversione della logica sistematica dei rimedi[06]: 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 contratto[07]. 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 circoscriverne 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 indeterminatezza 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 concluso[08].

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 Finanza[09], sebbene non abbia trovato ingresso nell'ultima stagione riformatrice[10], 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 ambito[11]. 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. l), 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 conseguiti[12].

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 finanziario[13].

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), ovverosia 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), ovverosia 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 nullità[01]; 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 bancario[02]. 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 assurgere 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 nullo[03].

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 previdenziale[04]. 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 Sicaf 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 Sicaf 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 Sicaf

La riforma interviene altresì sulla disciplina delle Sicav e delle Sicaf, adeguandola alla nuova architettura della gestione collettiva. Centrale è la distinzione fra gestione interna ed esterna. Alle Sicav e Sicaf 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 Sicaf 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 Sicaf 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 informatici 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 20111/61/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 sistemico[02]. Anche oggi le autorità si riservano di tornare indietro su questa scelta nel caso si verifichino 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 finanziaria[03]. 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 europea[04].

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 europea[05]. 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

Sommario[01]: 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 qualifichino 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 chiuso[07] 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).

nanziarie[08].

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*".

ropeo[09] e non potrà fungere da gestore esterno[10].

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 caratterizzanti[11], 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 incisivi[12].

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 autorizzate[13], sia le società di partenariato sotto soglia registrate[14], così come le società di partenariato in gestione esterna[15].

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'utilità[17], 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 patrimoniali[18].

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 diritto[20], l'assemblea non ha un potere di nominarlo e il potere della stessa assemblea di revocare l'amministratore è contenuto entro limiti precisi[21].

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 risparmio[22] e che può essere più problematica da conseguire nelle SICAF[23].

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 natura[24].

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 investire[25].

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 fiscali[28]). 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'Unione[29].

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 attività[30].

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 bancaria[31] – alla pratica del mercato, che specie in questo ambito è innanzitutto un mercato internazionale, e all'elaborazione delle associazioni di categoria[32], potendo semmai soccorrere il potere normativo della Banca d'Italia[33].

---

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 elenco[35].

L'ampia definizione legislativa delle attività riservate include espressamente anche il sostegno economico successivo all'eventuale quotazione dell'impresa, in tal modo evidenziato 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 crescita[36].

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 azioni[37].

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 finanziario[38].

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 esemplificativa[39].

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 professionali[40].

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. *l*), 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 incorporati[41]), gli investimenti[42], la struttura dei diritti patrimoniali[43].

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 obbligazioni[44], 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 italiane[45].

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 azioni[46]. 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 speciale[47].

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 società[48] – 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 esterna[49]. 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 rinviene 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 esternalizzata[50]; 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 Capitali**[01]**?**

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 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 giustificherebbe 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 dimidiato 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 divieto[02], 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 the 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 **ogniqualvolta intervengano modifiche normative nel diritto antitrust**, essendo tali modifiche **concepite 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 finanza [01].

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 mobiliare[02] 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 presìdi 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., *Princìpi 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., *Princìpi 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 regolamento [10]; (*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 plurimo [12].

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 presìdi 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 anni [13].

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 presìdi sostanziali e procedimentali 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 presìdi 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/.

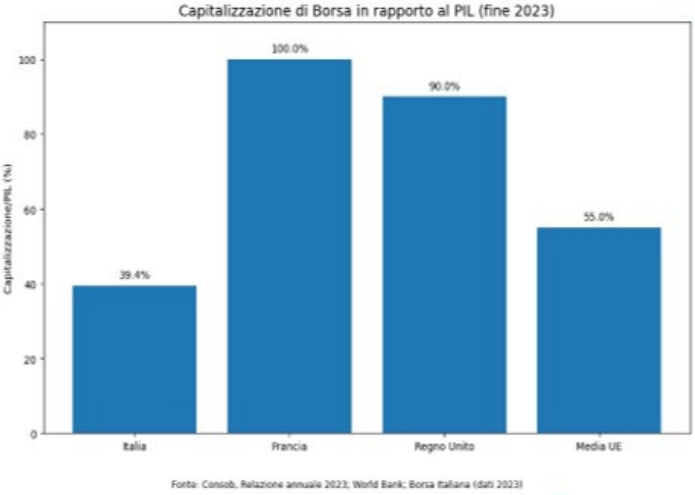
02 Si precisa che il provvedimento è stato approvato dal CDM e pubblicato in Gazzatta Ufficiale in data successiva al convegno.

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'investimento[03]. 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.

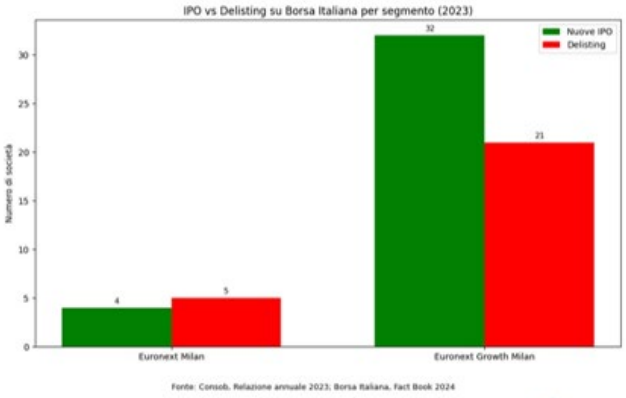


Come emerge dal grafico sopra riportato, il mercato azionario italiano presenta volumi inferiori rispetto a quello delle principali economie europee: a fine 2023, il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e PIL si attestava intorno al 39%, a fronte di valori prossimi al

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.

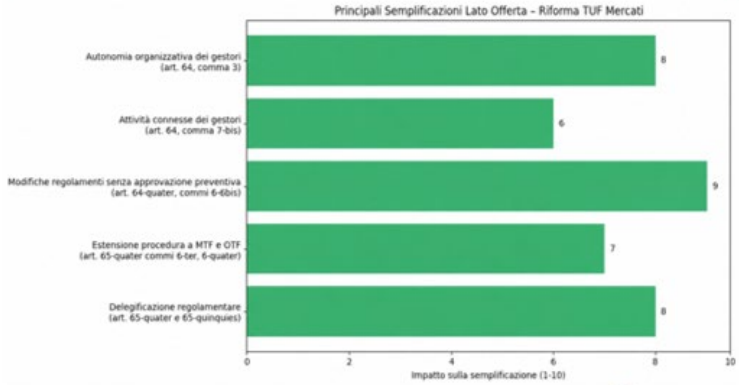
Un'analisi statistica del mercato italiano evidenzia, inoltre, alcune criticità sotto evidenziate.



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

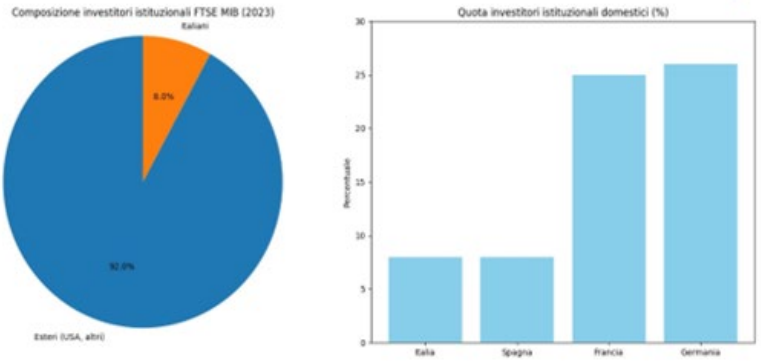
Particolarmente rilevante, come chiarito nel grafico sopra riportato, appare il superamento del controllo preventivo della Consob sulle modifiche ai regolamenti di mercato, sostituito da un meccanismo di vigilanza da esercitare *ex post*, con evidenti benefici in termini di flessibilità. Analogamente, 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.



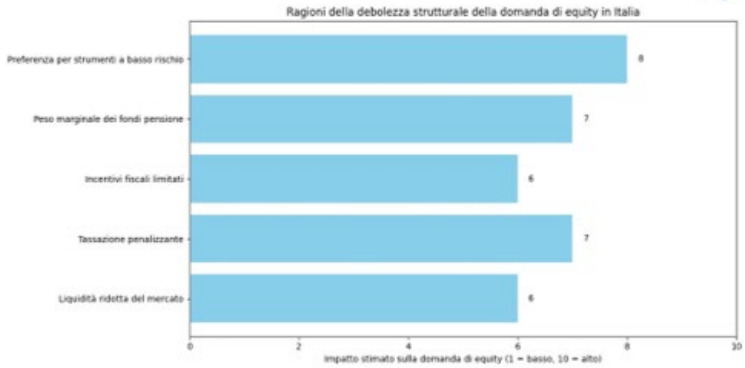
A fine 2023, circa il 92% degli investimenti istituzionali nel FTSE MIB risultava riconducibile a soggetti non domestici (per lo più fondi statunitensi), mentre la quota dei fondi italiani si attestava intorno all'8%, su livelli tra i più bassi in Europa. È solo il caso di precisare che il fattore preoccupante, evidentemente, non risiede nella presenza di capitali esteri – la quale anzi costituisce un indizio della buona integrazione dei mercati - bensì nella debolezza della componente domestica[05].

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'investimento[06].

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 obbligazioni[08]. 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 quotate[10]. 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 Investitori [11] – 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 Investiments 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 modifca 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.

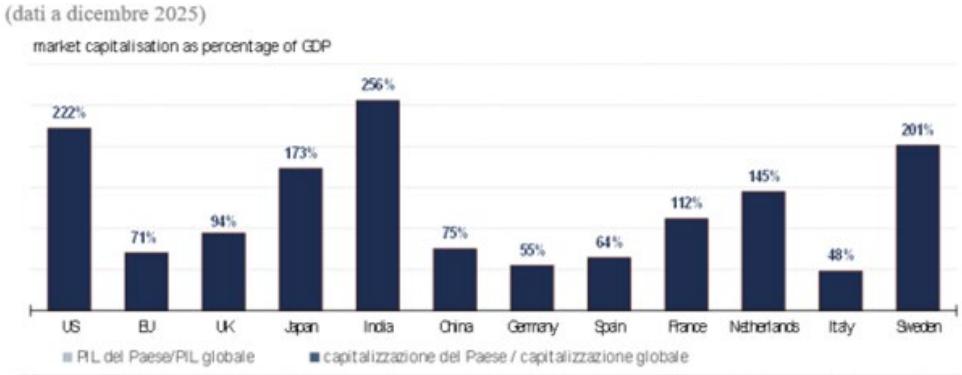
La competitività del mercato dei capitali nella riforma del TUF: quotazioni downlisting

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.

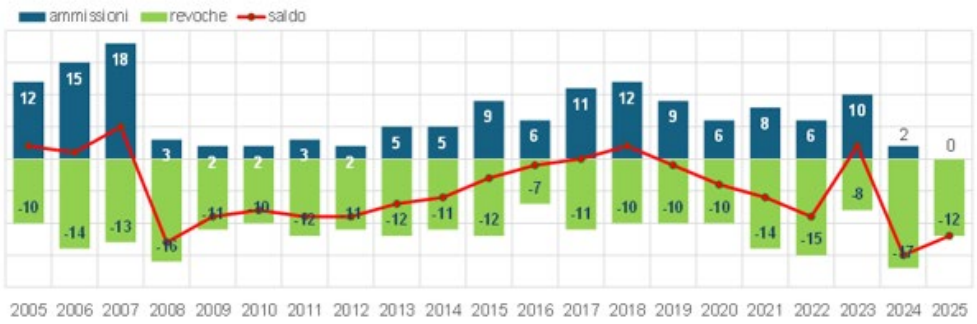
L'esigenza di rilanciare la competitività del mercato finanziario nazionale attraverso interventi volti a favorire la quotazione delle imprese e la permanenza nel listino è, ormai da anni, al centro dell'attenzione da parte della Consob.

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.



Negli ultimi vent'anni, in particolare, il numero delle revoche 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:

i) alle analisi sulle ragioni che frenano lo sviluppo del mercato dei capitali;

ii) 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 difficolta 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 procedimentali, 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 Marcato 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 presìdi 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 una 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 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 "v*olte 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 riferimento[02].

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 informative[03]. 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 istituzionali[04]; 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. 20307/2018[05].

Più in particolare, ai sensi di tali norme la promozione e il collocamento[06] 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 investitori[01].

Il "Protocollo di Autonomia" elaborato da Assogestioni nel 2011[02] si inserisce coerentemente in tale impostazione, individuando presìdi 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 depositaria[03].

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 richiede 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 gruppo[05]. 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 UCITS[06] e AIFMD[07].

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 presìdi 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 armonizzato[09].

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 differenti[11].

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 proprio[12].

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.

12Sul 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 gestionale[14].

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 dal 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 Zeqja
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 riforma [01] del Testo Unico della Finanza [02], 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 pubblico [07], con apertura del capitale a investitori di minoranza [08] 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 inscrive 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 SGR [11] 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 Rilancio [12] 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.

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 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.

PUBBLICAZIONE SEMESTRALE
ISSN 2785-7298

Supplemento 2026 - Vol. II

Dialoghi di Diritto dell'Economia

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

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 Passalaqua, 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

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Sommario

F. Sartori, Prefazione.....1

F. Freni, Saluti.....5

A. Sciarrone Alibrandi, Introduzione al Convegno Riforma del T.U.F. e nuove frontiere del diritto dell'economia 9 Aprile 2026.....9

A. Brozzetti, L'educazione finanziaria nel TUF riformato: un'occasione mancata o una scelta di campo lungimirante?.....17

C. Brescia Morra, I testi unici al tempo della deglobalizzazione.....51

R. Lener, Architettura generale del TUF riformato. Valutazioni introduttive su intermediari e mercati...63

D. Rossano, Corporate governance e informazione: strumenti e limiti dell'autonomia nella riforma del TUF.....73

A. Urbani, Riflessioni sparse sulla funzione di controllo nella disciplina riformata degli emittenti dalla prospettiva del diritto dell'economia.....81

A. Di Amato, La modalità di svolgimento dell'assemblea secondo il nuovo art. 125-bis.1 TUF.....93

R. Natoli, I doveri e le responsabilità degli amministratori non esecutivi di s.p.a. dopo la riforma di cui al D. Lgs. 27 marzo 2026, n. 147.....115

A. Sacco Ginevri, La nuova disciplina dell'o.p.a. fra impresa e mercato.....125

P. Lucantoni, Trasferimento del controllo nelle OPA bancarie tra continuità e innovazione: i presidi a tutela del risparmio.....131

A. Tucci, Cooperazione e concerto nella riforma dell'OPA.....149

M. De Poli, L'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci.....169

G. Lemme, Tutela di risparmiatori e investitori retail nella riforma del TUF.....189

F. Accettella, La nuova società di partenariato nel prisma degli Oicr societari.....205

F. Annunziata, La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza.....229

M. Rabitti, Il TUF nel contesto europeo, snodo tra risparmio, innovazione, integrazione europea. Spunti introduttivi.....267

M. Maggiolino, La concorrenza che la riforma del TUF non vede: interlocking directorates e fondi di investimento alla prova del diritto antitrust.....277

M. Pellegrini, Il sistema dei rimedi e le sue funzioni: tra deterrenza, proporzionalità ed efficienza del mercato.....309

M. Semeraro, Le tutele nel TUF.....319

M. Passalacqua, Semplificare regole e vigilanza nei mercati dei capitali: Less is More?.....335

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.

Saluti

Federico Freni
Sottosegretario di Stato per l'Economia e le Finanze

Desidero rivolgere a tutti voi un saluto e condividere alcune riflessioni su un tema che mi è particolarmente caro: la riforma dei mercati finanziari.

Una materia che, in questa sede, viene declinata in un modo che considero particolarmente intelligente in quanto la riflessione sulla riforma del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.) deve essere correlata all'esigenza di indagare le nuove frontiere del diritto dell'economia. Ed è proprio da tale idea di frontiera, intesa non come limite ma come spazio di crescita, che credo occorra partire per comprendere il significato profondo delle trasformazioni che stiamo vivendo.

Il concetto di frontiera, nella geopolitica classica, viene normalmente individuato come qualcosa di stabile, come una linea di separazione rigida destinata a permanere nel tempo. La storia, tuttavia, ci ha insegnato, anche a nostre spese, che le frontiere sono qualcosa di profondamente mobile e che non esistono confini che non possano essere costruiti e poi ripensati. Le vicende che hanno attraversato l'Europa nel corso del Novecento testimoniano come le frontiere non siano mai un dato definitivo, ma una realtà in continuo mutamento, destinata a ridefinirsi al variare delle condizioni politiche ed economiche.

Ebbene, ciò che vale per la geografia politica vale, forse ancor di più, per gli ordinamenti giuridici. Anche il diritto, infatti, conosce frontiere che non sono immutabili, ma che si spostano in funzione dei cambiamenti della società e dell'economia. Per questa ragione amo dire che le frontiere del diritto prendono la forma dell'acqua: si adattano, si modificano, si trasformano insieme alla realtà che sono chiamate a disciplinare.

Mi è capitato spesso di ricordare un esempio significativo: prima del 1999, il risarcimento dell'interesse legittimo era considerato impossibile e se, nel 1998, uno studente di giurisprudenza avesse sostenuto durante un esame di diritto amministrativo che l'interesse legittimo fosse risarcibile o potesse diventarlo, sarebbe stato bocciato. Eppure, non è trascorso un secolo da allora! Questo dimostra che anche nel diritto esisto-

no confini che, in un determinato momento storico, sembrano invalicabili e destinati a rimanere tali, ma che possono essere profondamente ripensati nel volgere di pochi anni. Ciò che appare acquisito, definitivo e persino indiscutibile può essere rimesso in discussione dall'evoluzione della società, dell'economia e della stessa cultura giuridica.

È proprio per questa ragione che la frontiera, in quanto tale, non deve essere concepita come un limite. Al contrario, la frontiera è un punto di partenza. È qualcosa che va certamente conservato e rispettato, perché rappresenta il patrimonio di conoscenze e di principi che abbiamo costruito nel tempo; ma è soprattutto il luogo dal quale si immagina il futuro e si accompagnano i processi di cambiamento.

E allora stabilire quelle che possono essere oggi le nuove frontiere del diritto dell'economia, alla luce delle evoluzioni che ha avuto e che avrà il TUF, credo possa essere l'unico modo per mantenere un legame autentico tra diritto e realtà. Perché il diritto non vive in una dimensione astratta; vive nella società, nei mercati, nelle istituzioni e nelle trasformazioni economiche. E se vuole continuare a svolgere efficacemente la propria funzione ordinante, deve essere capace di accompagnare il cambiamento senza subirlo.

Troppo spesso dimentichiamo il significato più alto e nobile della politica del diritto. La politica del diritto è qualcosa di serio, di alto, di assolutamente nobile, e non esiste un diritto senza una politica del diritto. Non esiste una scelta normativa che non presupponga una visione della società, del mercato e dei rapporti economici che si intendono disciplinare.

Ed è proprio alla luce di tale prospettiva che deve essere valutata la riforma del TUF, la quale corrisponde a una precisa opzione di politica del diritto: quella della valorizzazione dell'autonomia societaria.

Si tratta di una scelta. Ben inteso: non esistono scelte giuste a prescindere; esistono scelte che possono essere condivise oppure contestate, sostenute oppure criticate. Ma restano comunque scelte.

E questo, a ben vedere, rappresenta uno degli aspetti più importanti della riforma. Per troppo tempo il timore di scegliere ha finito, talvolta, per tradursi nell'immobilismo. Al contrario, ogni processo di riforma richiede la capacità di individuare una direzione e di percorrerla con coerenza. In questo Paese il grande timore è stato troppo spesso quello di non scegliere. L'Italia era e, in parte, resta ferma perché abbiamo avuto paura di scegliere. Scegliere significa assumersi una responsabilità; significa accettare il rischio dell'errore, ma significa anche consentire al sistema di evolvere.

E l'unico modo per andare avanti è proprio questo. Si andrà avanti perché abbiamo fatto delle scelte, che possono piacere o meno, ma le abbiamo fatte. Abbiamo fatto ciò che serve in un Paese moderno: abbiamo individuato una direzione e abbiamo deciso di percorrerla.

Naturalmente queste scelte non sono definitive, così come non sono definitive le fron-

tiere di cui parlavo all'inizio. Anzi, proprio il richiamo alle frontiere ci ricorda che ogni costruzione giuridica, per quanto solida, è destinata a confrontarsi con il mutare del contesto economico e sociale. Per questa ragione, le scelte compiute oggi, pur nella loro stabilità, non possono essere considerate immutabili.

Ciò non significa che le cambieremo domani, ma vuol dire che sono scelte pensate per accompagnare l'evoluzione dei tempi. Sono scelte che dovranno dimostrare la propria capacità di adattarsi alle trasformazioni del mercato e alle esigenze che progressivamente emergeranno dalla pratica applicativa. Perché ogni disciplina che aspira a restare efficace deve misurarsi costantemente con la realtà che è chiamata a regolare; diversamente, rischia di trasformarsi da strumento di sviluppo in fattore di rallentamento.

È proprio in questa capacità di coniugare stabilità ed evoluzione che, a mio avviso, si misura la qualità di una riforma normativa. Perché i mercati hanno bisogno di regole stabili, ma hanno altrettanto bisogno di regole capaci di accompagnarne le trasformazioni.

Si è in presenza di scelte pensate con il mercato e per il mercato. Proprio per questo sono tutto fuorché autoreferenziali. Sono soluzioni che potranno e dovranno, auspicabilmente, evolversi insieme all'evoluzione del sistema economico.

Questo non significa che le determinazioni adottate siano mobili o prive di stabilità. Non vogliamo un sistema che profumi di immobilismo, ma un sistema vivo, capace di funzionare come un meccanismo i cui ingranaggi continuano a muoversi: è proprio il movimento continuo a garantire la sopravvivenza dell'ordinamento.

Non esiste legislazione che possa sopravvivere senza un'evoluzione. E allora il messaggio che desidero trasmettervi è molto semplice: non abbiate paura dell'evoluzione. Aiutateci ad evolvere.

La riforma del TUF non è un punto di arrivo. L'ho già detto ed è bene ribadirlo: è un punto di partenza. È il punto di partenza di un percorso che, dopo un necessario e doveroso rodaggio, continuerà la propria evoluzione.

Del resto, se abbiamo affermato che le frontiere del diritto non sono immobili e che ogni disciplina deve sapersi confrontare con i cambiamenti della realtà economica e sociale, allora non possiamo considerare tale riforma come un approdo definitivo. Essa nasce, piuttosto, con l'ambizione di accompagnare nel tempo l'evoluzione del mercato e di misurarsi costantemente con la sua effettiva capacità di rispondere alle esigenze degli operatori.

Non è un messaggio di sfiducia verso il nuovo impianto normativo. Al contrario, è un messaggio di straordinaria fiducia nella sua capacità di adattarsi e di migliorarsi nel tempo. Perché soltanto una disciplina che abbia la forza di confrontarsi con la realtà, di verificarne gli effetti e, se necessario, di correggersi, può aspirare a rimanere davvero efficace. I sistemi normativi devono certamente garantire affidabilità. Tuttavia, l'affida-

bilità non coincide con l'immobilità: essa permane finché le regole continuano a funzionare. Per questo servono verifica, monitoraggio e, quando necessario, cambiamento.

Il mercato deve sapere — e questa per me è forse la cosa più importante — che da oggi in poi non ci saranno, in questo settore, regole che possano sopravvivere alla sfiducia del mercato. Per me questo è il vero significato della scelta compiuta dal legislatore. Ed è anche il modo più autentico per valorizzare l'autonomia societaria: non attraverso formule astratte, ma attraverso la capacità di costruire regole che sappiano guadagnarsi ogni giorno la fiducia degli operatori.

Come ho avuto occasione di dire, tutto questo non può essere realizzato da soli. È un lavoro che deve coinvolgere la dottrina, la giurisprudenza, il mercato e le istituzioni.

Se la riforma del TUF vuole davvero accompagnare l'evoluzione del mercato, allora non può che fondarsi su un metodo altrettanto aperto al confronto e al cambiamento. Lavoriamo tutti insieme. Facciamo in modo che il lavoro sia davvero corale e che nessuna voce rimanga inascoltata. Il che non vuol dire necessariamente accolta: si può condividere o dissentire, ma è fondamentale che tutte le voci vengano considerate.

Tale è il percorso e tale è il metodo che abbiamo seguito nella riforma del TUF. Un metodo fondato sul dialogo, sul confronto e sulla consapevolezza che nessuna riforma può dirsi compiuta una volta per tutte, ma deve mantenere la capacità di confrontarsi con la realtà e con le sue trasformazioni.

E, in fondo, è anche il modo migliore per affrontare le frontiere del diritto dell'economia: non come limiti che separano, ma come spazi che consentono di avanzare; non come confini da presidiare, ma come orizzonti verso i quali continuare a muoversi.

Con questo spirito auguro a tutti voi buon lavoro e una proficua prosecuzione dei lavori.

Grazie davvero a tutti.

Introduzione al Convegno Riforma del T.U.F. e nuove frontiere del diritto dell'economia 9 Aprile 2026.

Antonella Sciarrone Alibrandi
Giudice della Corte Costituzionale
Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia, Università Cattolica del Sacro Cuore

[01] Grazie a tutti per aver organizzato questo convegno e anche per averci portato nuovamente in questo splendido posto, in questa splendida città. Credo che per noi tutti è un'occasione di ringraziamento. Poi vi ringrazio anche per avermi invitato. Quando mi è possibile sono veramente lieta di continuare a partecipare alla vita della comunità scientifica del diritto dell'economia. Naturalmente parlo a titolo personale, questo è sempre il *caveat* che devo fare, essendo in questo momento impegnata come Giudice della Corte Costituzionale. Quindi le considerazioni che farò saranno esclusivamente a titolo personale.

1. Nell'accingermi a introdurre questo interessante convegno, mi preme innanzitutto esprimere apprezzamento per la scelta degli organizzatori di inserire l'argomento più specifico della recentissima riforma del T.U.F. all'interno di un ragionamento più ampio, che pertiene in particolar modo al diritto dell'economia avendo a che fare con le dinamiche regolatorie dei mercati volte a favorire lo sviluppo delle imprese e dei mercati stessi. La scelta è meritoria anche in considerazione del particolare contesto geopolitico che stiamo vivendo e che sicuramente non possiamo ignorare. Ciò vale, in realtà, per qualsiasi tema ci si trovi ad approfondire nel delicatissimo momento storico che stiamo vivendo perché al legislatore ma anche a noi studiosi di regolazione è richiesto di confrontarsi con una situazione veramente inimmaginabile poco tempo fa. Una situazione di complessiva incertezza, di frontiere tutt'altro che stabili, anzi assolutamente mobili, in grado di potenziare rischi da sempre ben noti al sistema finanziario ma anche di generarne di nuovi, specie correlati all'uso delle nuove tecnologie.

È inoltre molto opportuno, per non dire ormai indispensabile, aver scelto di sviluppare un

01 Le opinioni sono espresse a titolo personale e non impegnano la Corte costituzionale di cui faccio parte.

tema centrale per il nostro Paese, quale è la riforma del Testo unico dell›intermediazione finanziaria, prestando però elevata attenzione allo scenario europeo. A questo aspetto è stata riservata una sessione specifica ma, data l'importanza della questione, desidero svolgere a mia volta qualche rilievo in proposito.

Prima di far ciò, tuttavia, lasciatemi osservare che il processo riformatore del Testo unico della finanza parte da abbastanza lontano. Il primo momento in cui si è cominciato a mettere in evidenza la necessità di porre mano ad una riforma può collocarsi nel 2020, anno in cui è stato pubblicato un interessante rapporto dell'OCSE sul mercato dei capitali italiano (*OECD Capital Market Review of Italy 2020. Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*), in cui già emergevano alcuni aspetti meritevoli di ripensamento. Un secondo passaggio importante e più conosciuto (nel quale molti di noi, io compresa, siamo stati coinvolti) può individuarsi nel Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziati italiani a supporto della crescita, pubblicato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) nel 2022. Con quest'ultimo documento, che costituisce l'esito di un'ampia consultazione dei vari *stakeholder*, è stata formulata una diagnosi di alcune criticità del sistema italiano (come la sottocapitalizzazione delle imprese e la fuga verso piazze finanziarie estere) e sono state prospettate alcune soluzioni in grado di rendere maggiormente competitivo e attrattivo il nostro mercato dei capitali. È così cominciata ad avanzare l'idea di mettere in cantiere alcune modifiche del Testo unico del 1998.

Non è qui il caso di ripercorrere in dettaglio le ulteriori tappe del percorso che, sulla scorta delle risultanze del Libro Verde del 2022, ci hanno condotto all'odierna riforma del T.U.F.: mi riferisco, in primis, alla l. 5 marzo 2024, n. 21 (la cosiddetta Legge Capitali), il cui art. 19 ha conferito una delega formale al Governo per realizzare una revisione organica e complessiva delle disposizioni del TUF e delle norme del Codice Civile in materia di società di capitali applicabili anche agli emittenti. Tale percorso può dirsi oggi concluso non solo grazie all'approvazione del d. lgs. n. 47 del 2026 (entrato in vigore il 29 aprile 2026, ad eccezione di alcune disposizioni per le quali è previsto un regime transitorio con applicazione differita nel tempo), ma anche per effetto del d. lgs. n. 128 del 2026, di attuazione della delega di cui all'art. 19-bis della più sopra richiamata l. n. 21/2024, per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie del T.U.F.

Pur se non oggetto di questo convegno, mi preme dire che la riforma del sistema sanzionatorio del T.U.F. costituisce un tassello indispensabile al fine di accompagnare il comportamento degli intermediari e anche delle autorità di vigilanza nello svolgimento delle loro fondamentali funzioni, così garantendo un efficace funzionamento del mercato dei capitali. Il tema è davvero molto caldo (la disciplina della confisca è ad esempio passata al vaglio della Corte costituzionale con la sentenza n. 112 del 2019, di cui la riforma ha dovuto tenere conto) e anch'esso ha richiesto di ampliare lo sguardo oltre le frontiere nazionali. Numerosi profili – da quelli attinenti allo svolgimento dei procedimenti sanzionatori, alla discussa natura delle sanzioni amministrative, avvicinabile per

certi versi alla natura penale – hanno dovuto, infatti, essere affrontati tenendo bene in mente la copiosa giurisprudenza elaborata dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo (Corte EDU), talvolta anche con riferimento a autorità di vigilanza italiane (si pensi, da ultimo, alla sentenza Mereghetti c. Italia dell'11 settembre 2025 in materia di sanzioni della Banca d'Italia), con riferimento all'art. 6, paragrafo 1 (diritto a un giusto processo) della Convenzione EDU.

2. Vengo ora a svolgere qualche considerazione sulla cornice internazionale e soprattutto europea nella quale la riforma del T.u.f. si inscrive. Ciò che mi sembra interessante evidenziare, anche dall'angolo visuale della scelta di metodo compiuta dal legislatore domestico rispetto all'architettura complessiva dei mercati dei capitali, è che le riflessioni svolte nel nostro Paese a proposito della necessità di rendere maggiormente attrattivi tali mercati in modo da favorirne la funzione propria (ossia il trasferimento di risorse da soggetti in *surplus* a soggetti in *deficit*) si sono svolte in parallelo con analoghe riflessioni maturate non solo in altri ordinamenti nazionali, ma anche a livello europeo , ove, in realtà, esse devono ancora trovare compimento. Come è noto, infatti, a fronte del fatto che ogni anno circa 300 miliardi di euro di risparmi degli europei vengono investiti in mercati al di fuori dell'UE (il dato si legge in Angelini, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, Intervento al convegno "*La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, Roma, 30 gennaio 2026, reperibile in ww.bancaditalia.it), molti sono "i cantieri aperti" a Bruxelles, volti a recuperare maggiore attrattività semplificando e snellendo il quadro normativo applicabile ai mercati finanziari (mediante una riduzione degli oneri gravanti su intermediari e imprese, resa possibile grazie al ricorso più intenso al principio di proporzionalità), senza però sacrificare la tutela di interessi (*in primis*, la stabilità del sistema e la tutela degli investitori) ritenuti meritevoli di protezione. Mi riferisco, in particolare, alla "*Savings and Investments Union*" (SIU), nuovo progetto presentato a marzo 2025 con cui la Commissione punta a migliorare il modo in cui il risparmio europeo viene canalizzato in investimenti produttivi su scala continentale, e, ancor più, al "*Market Integration and Supervision Package*", pacchetto di tre proposte presentato a dicembre 2025 finalizzato a superare la frammentazione a livello di infrastrutture e a rafforzare il ruolo dell'ESMA come autorità di supervisione.

Di fronte a un quadro unionale oggettivamente in divenire (in profonda trasformazione), in un mondo ideale i legislatori nazionali dovrebbero arrestarsi, in attesa che le scelte europee si compiano e si assestino, e solo in un secondo momento si dovrebbe procedere a livello nazionale. Nel mondo reale, però, evidentemente questo non è possibile: l'orologio non si può fermare e nel nostro Paese, portando a compimento la riforma del Testo unico, sono state fatte scelte importanti che, a mio parere, rivelano un approccio complessivamente condivisibile non solo quanto al "*time to regulate*", ma anche rispetto a quanto sta accadendo fuori dai nostri confini.

Un approccio che si può definire "dialogante", innanzitutto nel senso che alcuni dei principi ispiratori del TUF riformato (rinvenibili già nei criteri direttivi della legge delega, in particolare all'art. 19) risultano pienamente in linea con le finalità che animano i cantieri

europei.

3. Mi riferisco, in primo luogo, agli obiettivi di semplificazione e razionalizzazione della disciplina. Questi due termini tornano in modo veramente ricorrente nell'approccio alla riforma del Testo Unico, così come parimenti insistente è il richiamo alle medesime esigenze a livello europeo: basti pensare ai numerosi "*Omnibus packages*" che sono stati adottati al dichiarato fine di semplificare e razionalizzare normative europee importanti. Del resto, si tratta di istanze che, in questo torno di tempo, vengono portate avanti anche in ambito accademico e, più latamente, istituzionale. Si pensi al rapporto "*Less is more*" del febbraio 2025, promosso dall'AEDBF (*Association Européenne pour le Droit Bancaire et Financier*) in collaborazione con alcune associazioni europee del settore finanziario; come pure al "*Report on Simplification of EU Financial Law*", predisposto nel gennaio 2026 dall'EBI (*European Banking Institute*); e, ancora, da ultimo, è stato pubblicato un altro interessante rapporto "*More Finance, Less Friction*", elaborato da una Task force del CEPS (*Centre for European Policy Studies*).

Mi pare positivo, quindi, che una così diffusa esigenza trovi traduzione concreta in una serie di decisioni che sono state prese all'interno del Testo unico riformato.

Penso, in particolare, alla più che condivisibile scelta di intervenire attivamente per eliminare i fenomeni di *gold plating*, ossia l'imposizione di norme nazionali più rigide o onerose rispetto ai minimi richiesti dalle direttive europee. Questo è un messaggio abbastanza forte portato dalla riforma del Tuf., assai critica verso l'appesantimento normativo derivante dall'adozione di obblighi burocratici o sanzioni più severi del necessario nel recepire il diritto europeo (nel quale siamo stati maestri negli anni passati), che ha comportato costi sproporzionati per le imprese, disincentivando la quotazione in Italia o favorendo il fenomeno del *delisting*. Il *gold plating* potrebbe essere giustificato solo in presenza di interessi meritevoli di particolare tutela, che richiedano soluzioni diversificate: se uno specifico bisogno di tutela non c'è, l'appesantimento prodotto dal *gold plating* costituisce un sicuro ostacolo per l'attrattività del nostro mercato dei capitali e va contro l'appena richiamata esigenza di semplificazione e razionalizzazione.

4. (Segue:) Oltre a questa scelta di fondo, sempre nell'ottica della semplificazione e della razionalizzazione, si rinvengono numerose altre "micro-scelte", cioè scelte che, senza intervenire in modo radicale sull'architettura del Testo unico (incisa in maniera più organica e innovativa solo con riguardo alla gestione collettiva del risparmio), si limitano a modifiche puntuali relative alla disciplina degli intermediari o a quella dei mercati.

Ciò è evidente, per esempio, per quanto attiene al rapporto fra le molteplici autorità di vigilanza che si interfacciano e collaborano sinergicamente nell'ottica di un buon funzionamento del mercato dei capitali. Sono svariate le previsioni che hanno a che fare con una nuova modalità di relazione fra tali autorità: si pensi alla disciplina della verifica dei requisiti di *fit and proper*, prima ripartita fra diverse autorità e oggi attribuita esclusivamente alla Banca d'Italia; o ancora al tentativo di riportare nel nostro ordinamento, in modo più fedele che in precedenza, i criteri di riparto fra la Banca Centrale Europea

e la Banca d'Italia per quanto concerne l'autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento per le banche.

Si tratta di tanti interventi minuti, dall'insieme dei quali, però, emerge in modo piuttosto netto un filo conduttore, che è quello della semplificazione e della razionalizzazione.

5. Vi è poi un secondo elemento che può, a mio parere, a sua volta essere qualificato una sorta di criterio ispiratore del Testo unico riformato: mi riferisco alla scelta, che emerge in modo piuttosto evidente in tante sezioni del nuovo TUF, di fare applicazione più intensa del principio di proporzionalità, al fine di evitare un carico eccessivo di requisiti e di oneri su soggetti che faticano a gestirli e a sopportarli.

È, infatti, nella prospettiva del rafforzamento del principio di proporzionalità che si sono volute introdurre nel nostro ordinamento nuove categorie di soggetti prima sconosciute. Il riferimento va, evidentemente, alla nuova tipologia dei gestori sotto soglia (i GEFIA sotto soglia registrati), che, in quanto sottoposti soltanto a un meccanismo semplificato di registrazione, risultano sottratti non soltanto al regime autorizzatorio ma anche all'attività di vigilanza.

Quello della diversificazione delle discipline nel segno del rispetto della proporzionalità è comunque un tema molto delicato: non semplice risulta, infatti, individuare il giusto punto di equilibrio tra l'auspicabile alleggerimento di oneri amministrativi e il mantenimento di un livello di adeguata tutela di tutti gli interessi in gioco.

Rispetto alla scelta di fare spazio nel Tuf ai sopra richiamati gestori sotto soglia, è stato, peraltro, osservato che essa è motivata anche dalla volontà di importare nel nostro ordinamento modelli che sono già ben conosciuti ed efficacemente sperimentati all'estero. E questo è un altro aspetto in ordine al quale si può qualificare "dialogante" l'approccio del legislatore della riforma.

Tornando poi al tema della competitività e dell'attrattività del nostro mercato dei capitali, una tale scelta è stata giustificata dall'obiettivo di facilitare investimenti esteri nel nostro Paese, giacché gli investitori internazionali potrebbero essere invogliati dal ritrovare qui figure giuridiche a loro familiari.

Se questo è vero, occorre, tuttavia, in questa sede evidenziare anche i possibili rischi intrinsecamente correlati alla importazione di modelli giuridici: rischi ben noti agli studiosi di diritto comparato che parlano, a questo proposito, di una sorta di "effetto rigetto", riferendosi alle *unintended consequences* che tali innesti possono produrre in termini di compatibilità con altri istituti giuridici domestici e, più in generale, con il nostro ordinamento nel suo complesso.

6. Considerazioni in parte analoghe a quelle appena esposte possono essere svolte anche con riferimento ad un'altra importante novità portata dalla riforma e che consiste in una disciplina diversificata – e "in deroga" nel segno della semplificazione - per una tipologia di emittenti: le cosiddette società neo-quotate.

Non è questa la sede per esporre in modo analitico i tratti caratterizzanti la disciplina in discorso. Basti qui dire che se essa trova la sua giustificazione nella volontà di facilitare la quotazione in borsa delle piccole e medie imprese, per come la medesima è stata concretamente configurata è dubitabile che essa sia idonea a perseguire gli obiettivi dichiarati, prestando il fianco ad alcune non marginali critiche. Fra queste, le più rilevanti mi paiono attenere, per un verso, al fatto che, per tale via, si introduce una forse eccessiva frammentazione disciplinare che può risultare respingente per gli investitori internazionali (chiamati a un impegnativo sforzo di valutazione anche per un investimento di non rilevante ammontare) e, per un altro, alla possibilità che l'esistenza di tale normativa possa disincentivare le PMI, nonostante l'avvenuta quotazione, a crescere dimensionalmente.

7. Prima di concludere queste breve considerazioni introduttive, vorrei riservare un breve cenno a un'altra scelta che è stata compiuta in sede di riforma del TUF e che mi sembra significativa in quanto ha a che fare con una delle due grandi "rivoluzioni" di cui si è parlato e si continua a parlare tanto in questi anni: quella prodotta dal crescere di rischi connessi alla sostenibilità.

Ebbene, per quanto concerne lo sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati, il legislatore del 2026 ha voluto dire qualcosa e la scelta è stata quella di inserire all'art. 6, comma 01, fra i principi ai quali si devono ispirare le autorità nell'esercizio dei loro poteri regolamentari, "lo sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati". La nozione di sostenibilità viene declinata secondo due direttrici coordinate: la sostenibilità finanziaria (a presidio della stabilità del mercato e a tutela degli investitori nel lungo termine) e la sostenibilità ambientale e sociale (con l'obiettivo di supportare la crescita reale del Paese spingendo le imprese e i mercati verso la transizione ecologica).

Si tratta, a mio modo di vedere, di una scelta significativa specialmente nell'attuale momento storico, nel quale, a livello internazionale, sembra su questi temi essersi tirato il freno a mano se non ingranata una sorta di marcia indietro. È, peraltro, una scelta coerente con un'altra scelta compiuta nel nostro ordinamento solo qualche anno fa (in un momento però in cui il f*eeling* internazionale era tutt'altro) a livello di Carta costituzionale, che è consistita nell'inserimento della "sostenibilità" sia fra i principi fondamentali della Costituzione di cui all'art. 9, sia come ulteriore limite alla libertà di iniziativa economica, sancito dall'art. 41.

Sono parole incisive quelle che si trovano nella nostra Costituzione e, in questa prospettiva, ritengo importante che oggi, a fronte di un orientamento internazionale su questa tematica purtroppo sensibilmente cambiato, a livello di riforma del TUF si sia voluto dare un rilievo esplicito all'obiettivo dello sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati.

8. In conclusione, rispetto allo sforzo compiuto dal legislatore italiano di intervenire sul TUF per rendere più attrattivo il nostro mercato dei capitali, mi pare che il primo giudizio non possa che essere nel complesso positivo. Certo, come già è stato osservato dai

primi commentatori, la qualità della normazione lascia un po' a desiderare in termine di chiarezza e intellegibilità del testo, ma si tratta di una critica comune, a dire il vero, a qualsivoglia intervento legislativo recente e vi sarebbe da ragionare approfonditamente sulle ragioni di tale, condivisibile, costante insoddisfazione.

Per il resto, è bene avere la consapevolezza che, per quanto animata dalle migliori intenzioni, questa riforma non è altro che un tassello del disegno complessivo che va realizzato per perseguire maggiore competitività e attrattività. Ci sono limiti di cui il mercato italiano soffre che non dipendono da vincoli normativi: solo una strategia integrata di adeguate scelte in termini di politica economica e di strategia industriale consentirà, infatti, il perseguimento degli obiettivi che il legislatore della riforma si è prefisso.

L'educazione finanziaria nel TUF riformato: un'occasione mancata o una scelta di campo lungimirante?

Antonella Brozzetti
Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Siena

Sommario: 1. Premessa. – 2. Spigolature sulla mancata "internalizzazione" nel TUF dell'educazione finanziaria. – 3. L'articolata cornice normativa per l'educazione finanziaria, alla base del TUF rinnovato, tra *hard* e *soft law*. – 3.1. Un cenno al livello sovranazionale. – 3.2. Torniamo al dato normativo, con attenzione al contesto nazionale. – 3.3. Le novità apportate con la riforma del 2024. – 4. L'importanza della presenza di un "obiettivo" riferito all'educazione finanziaria nel TUF nella prospettiva della CMU/SIU e della RIS. – 5. Qualche ulteriore riflessione conclusiva sulla "cultura" finanziaria e sui diritti dei "cittadini".

1. Premessa

Il d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47 contenente *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* segna una nuova pietra miliare nella disciplina di intermediari e mercato finanziario. Tra i molti punti di novità emerge l'attenzione rivolta al profilo dell'"educazione finanziaria" che ha toccato anche il testo unico della finanza (d'ora in poi TUF) di cui al d.lgs. 58/1998.

a. Trattasi di un tema che si apre a molti rivoli, con risvolti sociali di particolare impatto. Indagini e studi mostrano infatti come in Italia, nonostante iniziative e programmi pubblici e privati, il livello di educazione finanziaria sia sotto la media europea, con conseguenze negative sulla pianificazione e gestione del proprio risparmio, e sulla capacità di effettuare investimenti in modo consapevole. Il profilo si coniuga con il problema del-

le disuguaglianze – territoriali (tra Nord e Sud), tra uomini e donne, tra giovani e anziani –, con la scarsa fiducia nei mercati finanziari, con una percezione del rischio inadeguata e con una forte propensione al risparmio depositato in banca.

L'educazione finanziaria ha dunque di fronte molteplici sfide, alcune con complessità derivanti da fenomeni connotati da un mix di rischi: una società con bassa "cultura" finanziaria ed esasperata spinta ai consumi, con giovani potenziali risparmiatori/investitori cresciuti con il mondo digitale – come i Millennials e la Generazione Z – alle prese con piattaforme di trading basate sull'IA e sistemi di pagamento nuovi e insidiosi (ad esempio il *buy now pay later*) che danno l'idea di un prestito senza dover pagare interessi, ma che possono portare a problematiche situazioni di sovraindebitamento[01].

Lo sviluppo tecnologico ha predisposto "app" di finanza personale e altri strumenti anche utili per dare alcune informazioni; le istituzioni pubbliche e private forniscono ormai da anni guide e materiali per i cittadini, erogando anche corsi. La situazione resta comunque particolarmente critica per le questioni che contraddistinguono le relazioni nel mercato finanziario, condizionate da asimmetrie informative, e quindi da problemi di selezione avversa e azzardo morale[02], nonché dai rischi connessi all'era digitale in cui viviamo[03].

b. In questo lavoro il tema dell'"educazione finanziaria"[04] verrà letto alla luce del rinnovamento normativo che ha visto come ultima tappa il d.lgs. 47/2026, volto nel suo com-

01 La questione è stata ben evidenziata dagli studi e dalle ricerche dell'Osservatorio sul debito privato dell'Università Cattolica, diretto da Antonella Sciarrone Alibrandi: se ne veda l'intervista *Micro debiti, per battere le insidie serve un'educazione finanziaria,* a cura di M. Ceci, su *Il Sole-24 ore*, 20 novembre 2022 su *ilsole24ore.com*; si v. anche il *Research Paper* n. 2 *Edufin*, realizzato nel 2024 dall'Università Cattolica, Aa.Vv., *Dall'indebitamento al sovraindebitamento: caratteristiche individuali e financial literacy*, 2024 in *comitatoeducazionefinanziaria.gov.it* , dalle cui stime risulta che circa 1 milione di italiani, la maggior parte uomini con basso reddito e limitate conoscenze finanziarie, sia sovraindebitato; su altro fronte si v. Banca d'Italia, *Indagini sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: giovani*, a cura di M. Marinucci, M. Stacchini, F. Travaglino, 9 gennaio 2024, disponibile, insieme ad altri studi, al link *https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/indagini-famiglie-imprese/alfabetizzazione-giovani/index.html*; più in generale si v. anche i dati per l'Italia riportati da R. De Bonis, A. Romagnoli, voce *Educazione finanziaria*, in *Glossario* reperibile in *www.disuguaglianzesociali.it*.

02 Per un'ampia visione si rinvia ai saggi contenuti in R. Lener, G. Luchena, L. Robustella (a cura di), *Mercati regolati e nuove filiere di valore,* Torino, 2021.

03 «In today's digital age, financial advice can spread quickly and may appear credible or even promising, yet it can expose you to risky, misleading, or fraudulent activities and investments», così P. Mnisi, *Empowering young people in financial decision-making,* Remarks by Governor of the Central Bank of Eswatini, alla *Global Money Week Launch "Smart money talks"*, Ezulwini, 11 marzo 2026 reperibile in *www.bis.org*; in argomento si v. di recente l'approfondito lavoro di B. Russo, *L'educazione finanziaria nell'era delle tecnologie digitali. Una lettura coordinata per un approccio nuovo alla disciplina*, Torino, 2022.

04 Segnalo che nel convegno "*La riforma del TUF: intermediari e mercati*, organizzato alla LUISS il 12 marzo 2026 – da Raffaele Lener e Paola Lucantoni –, il tema dell'educazione finanziaria è stato ampiamente trattato da Filippo Sartori, che lo ha ripreso anche nel convegno napoletano i cui atti qui si pubblicano; rinvio alla sua relazione per ulteriori approfondimenti (si v. anche *infra* nt. 13).

plesso a rendere il sistema finanziario italiano più competitivo, a facilitare l'accesso delle imprese al capitale di rischio e a semplificare la governance delle società quotate. Al contempo, l'intento è stato altresì di promuovere l'ingresso nei mercati dei risparmiatori/consumatori, favorendone l'inclusione finanziaria, anche a vantaggio di uno sviluppo economico con proiezione sostenibile. In tale ottica l'educazione finanziaria andrebbe a presidiare anche il c.d. *framing effect* (effetto cornice), ovvero il *bias* cognitivo che condiziona le scelte degli individui, con distorsioni derivanti dalle modalità di presentazione di messaggi e alternative.

Nelle pagine che seguono, dopo aver considerato la mancata "internalizzazione" dell'educazione finanziaria nel TUF, verrà richiamato, in sintesi, l'articolato contesto normativo in cui la modifica dell'art. 5 del TUF si colloca, tra *hard* e *soft law* a livello internazionale e nazionale. Seguiranno alcune riflessioni (anche critiche) sulla necessità e/o importanza della presenza nel TUF di un "obiettivo" per Banca d'Italia e Consob riferito all'educazione finanziaria. Pur valorizzandone comunque il rilievo, il presente scritto si chiude con un'osservazione un po' maliziosa sulla scelta adottata dal legislatore tra timidezza e pragmatismo (proiettandola nella prospettiva della rafforzata integrazione europea con centralizzazione delle funzioni di vigilanza nel mercato unico dei capitali) e con una provocazione.

2. Spigolature sulla mancata "internalizzazione" nel TUF dell'educazione finanziaria

Per capire le ragioni della mancata "internalizzazione" dell'educazione finanziaria nel TUF si può partire dal comunicato stampa emesso dal Governo ad inizio ottobre 2025 nel quale si dà atto dell'approvazione in via preliminare del decreto legislativo di riforma organica delle norme sul mercato dei capitali. Nell'ambito della ripartizione di competenze tra Banca d'Italia e Consob si annuncia, a margine, l'introduzione del «riconoscimento, tra i princìpi dell'attività di vigilanza, della promozione dell'educazione finanziaria dei cittadini e dello sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati»[05], valorizzando per entrambi i profili – il punto è da tenere a mente – il valore strumentale nella prevenzione dei «rischi di mercato».

Il d.lgs. n. 47 approvato dal governo il 27 marzo 2026 adotta però una differente prospettiva per quelli che avrebbero dovuto essere due nuovi "principi" dell'attività di vigilanza: le tematiche considerate – che peraltro avrebbero potuto restare unite, essendo in di-

05 Si v. il *Comunicato stampa del Consiglio dei ministri n. 144*, 8 ottobre 2025, *RIFORMA DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA. 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 (decreto legislativo – esame preliminare)* reperibile in *www.governo.it*.

retto e strettissimo collegamento[06] – trovano infatti una diversa collocazione nel TUF, la prima (educazione finanziaria) nell'art. 5, dedicato a *Finalità e destinatari della vigilanza*, la seconda (sviluppo sostenibile) nell'art. 6, sui *Poteri regolamentari.*

Il differente posizionamento già in sé esprime una scelta di campo che impatta sulla relativa forza cogente (o meglio, sul grado di vincolatività), ma anche la modalità seguita nell'apportare la modifica è segnale del diverso orizzonte prospettato sempre sul piano, diciamo così, dell'*enforcement*.

Nel concreto cosa è stato fatto?

L'art. 2 del d.lgs. 47/2026 interviene sul primo comma dell'art. 5, che si occupa degli «obiettivi» della vigilanza rispetto alle attività degli intermediati disciplinati nella parte II del TUF: artt. 5 – 60-*bis*.4.*bis*; trattasi dei servizi e delle attività di investimento, della gestione collettiva del risparmio, della gestione di portali per la raccolta di capitali per le PMI e le imprese sociali. Com'è noto l'elenco degli obiettivi indica: «a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; *b)* la tutela degli investitori; *c)* la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; *d)* la competitività del sistema finanziario; *e)* l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria».

Il legislatore del 2026 ritocca la lett. b) e stabilisce che «la tutela degli investitori» può essere perseguita «anche attraverso la promozione dell'educazione finanziaria». Appare evidente come siamo di fronte ad una integrazione dal tono "en passant", quasi di *obiter dictum*. Di interesse è comunque il *focus* verso cui la tutela deve andare: gli «investitori» e non più (come indicava il comunicato stampa del Governo) la «*cittadinanza*». In linea di principio gli investitori non rientrano direttamente tra i destinatari delle autorità di vigilanza, sono le controparti degli intermediari, la tutela risulta quindi mediata dall'azione delle medesime su quelli che svolgono le attività regolate nella parte II del TUF. Sul piano generale dell'educazione finanziaria la situazione risulta però (come vedremo) molto diversa, in quanto le autorità di vigilanza vengono coinvolte per altra via e in modo più "diretto" verso il pubblico, potenziale o reale, di risparmiatori e investitori.

A caldo, in un'intervista pubblicata il 26 marzo, Raffaele Lener ha affermato che rispetto all'educazione finanziaria non si è assistito ad «una compiuta codificazione nel TUF, rimanendo più un principio di policy che un elemento strutturalmente integrato nella disciplina dei servizi di investimento». Per rafforzare il concetto ha aggiunto: «In altri termini, è un presidio necessario, ma non ancora normativamente "internalizzato"» [07].

L'opinione appare più che condivisibile e, a mio avviso, si consolida alla luce della diffe-

06 E da tempo già all'attenzione anche della *soft-law*, si v. ad es. OICV-IOSCO, *Retail Investor Education in the Context of Sustainable Finance Markets and Products. Final Report*, August 2022, reperibile in *www.iosco.org*; ma si veda anche sul sito della Banca d'Italia *L'educazione finanziaria sulla sostenibilità,* al link *https://www.bancaditalia.it/focus/sostenibilita/educazione-finanziaria/index.html*.

07 Si v. R. Lener, *Vi spiego le novità del TUF,* 26 marzo 2026, reperibile in *fchub.it*.

rente sorte toccata allo sviluppo sostenibile che nel TUF, diciamo così, si sgancia dalla *promotion* e – in linea con le iniziali intenzioni del legislatore – "resta" uno dei principi che Banca d'Italia e Consob debbono osservare nell'esercizio dei relativi poteri regolamentari. La modifica apportata dal d.lgs. 47/2026 si concretizza infatti nell'introduzione nel co. 01 dell'art. 6 della lettera *d-bis*), dedicata a «sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati». In questa sede posso solo limitarmi, da un lato a ricordare che a livello europeo – con ricadute quindi anche su quello interno – lo sviluppo sostenibile e i fattori ESG hanno dato vita ad un *corpus normativo* organico e trasversale già vincolante su diversi piani per intermediari ed autorità di supervisione[08], e, dall'altro lato, a sottolineare che il suo inserimento tra i principi che condizionano l'esercizio dei poteri regolamentari va ora a influenzare e al contempo a potenziare la loro forza di azione, piegando a tal fine anche gli strumenti di intervento di tipo informativo e correttivo di cui dispongono.

Il punto che mi preme segnalare è la diversità di valenza tra gli artt. 5 e 6 novellati: l'educazione finanziaria degli investitori rientra, tra gli "obiettivi" della vigilanza, mentre lo sviluppo sostenibile di imprese e mercati costituisce ora uno dei "principi" che guida i poteri regolamentari. È infatti banale ricordare che dal punto di vista giuridico un principio "veste" una regola, generale o astratta che sia, condizionando e orientando interpretazione e applicazione del diritto (fa in un certo qual modo da "bussola" nell'uso dei poteri attribuiti); il suo valore normativo è quindi forte e vincolante ed ha immediata rilevanza sul piano giuridico. Il *framework* di matrice europea sulla sostenibilità scandita dai fattori ESG è parte della regolazione nazionale[09], e l'essere ora ancorato ad un principio *ad hoc* responsabilizza ulteriormente l'azione di Banca d'Italia e Consob sul mercato finanziario, veicolo determinante per uno sviluppo economico sostenibile, e quindi orientato verso le esigenze delle future generazioni. Che l'attenzione vi sia già, oltre che sul piano regolatorio anche sul piano "educativo", è altresì testimoniata dai siti istituzionali non solo delle nostre autorità ma anche di quelle europee ed internazionali che dedicano ad esso specifiche aree tematiche, con contenuti non solo a carattere normativo[10].

Invece, definire un "obiettivo" tra le finalità della vigilanza, significa indicare uno *standard*, un punto di riferimento: l'attenzione si sposta sul risultato che si intende raggiun-

08 Da ultimo si v. *ESMA presents the results of the Common Supervisory Action on MiFID II sustainability aspects*, *Public Statement* del 6 maggio 2026 (reperibile in *www.esma.europa.eu*), nel quale sono indicate le azioni e aspettative di vigilanza riferite all'integrazione dei requisiti di sostenibilità nella valutazione dell'adeguatezza e altresì nei processi e procedure di *governance* dei prodotti di investimento. Per un sintetico inquadramento del tema sul piano generale si v., fra gli altri, F. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023[12], 305 ss.; F. Sartori, *Il diritto dell'economia europea alla prova della sostenibilità: regolazione, mercato, istituzioni*, in *Dir. banc. fin.*, 2025, I, 328 ss.

09 Se ne può avere una visione d'assieme sul sito della Consob, nella parte dedicata alla *Finanza sostenibile*, al link *https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile*.

10 Si v. a titolo di esempio il sito dell'ESMA, dedicato alla *Sustainable finance*, al link *https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/sustainable-finance*.

gere; ha un connotato di guida e un carattere più programmatico[11], consente alle autorità di vigilanza maggiore flessibilità e adattabilità nel tempo per il raggiungimento di una certa meta che il TUF – e il punto (come vedremo) è significativo – circoscrive nella «tutela degli investitori». Tutela che si inserisce sul piano generalizzato su cui si muovono anche gli altri obiettivi a carattere teleologico dell'art. 5 centrati sul sistema finanziario di cui si intende: salvaguardare la fiducia, la stabilità, il buon funzionamento, la competitività, l'osservanza delle disposizioni che lo regolano.

Rispetto alla separazione delle tematiche tra artt. 5 e 6, l'altro aspetto da ribadire è la non opportuna frattura che il TUF ha realizzato con la sostenibilità, alla luce della sinergia esistente tra i due profili derivante dal fatto che nei fattori ESG, il "social" attrae *naturaliter* questioni di educazione finanziaria (si pensi alla *gender economics* e alle diseguaglianze nel mercato del lavoro)[12].

Ciò premesso, e per chiudere sul punto, quello che si può notare a livello di prima battuta, è che, rispetto all'educazione finanziaria, nel TUF rinnovato si è realizzato un significativo scostamento dallo scopo inizialmente perseguito dal legislatore, dato che la strada nel concreto seguita denota debole incisività e portata direi di "*maquillage* normativo", da indagare nei suoi effetti concreti[13].

3. L'articolata cornice normativa per l'educazione finanziaria, alla base del TUF rinnovato, tra hard e soft law

Che possa trattarsi di *maquillage* normativo lo si capisce anche dal fatto che per l'educazione finanziaria esiste un articolato contesto multilivello, che si snoda tra *hard* e *soft law*, del quale la riforma del TUF ha piena consapevolezza. L'opzione dell'art. 5 TUF con connotato di "norma manifesto" è infatti sostenuta anche dai rafforzamenti attuati dalla legge delega 5 marzo 2024, n. 21, contenente interventi a «sostegno della competitività dei capitali», ormai nota come "Legge capitali", che sul piano dell'educazione finanziaria valorizza ulteriormente il ruolo, fra l'altro, delle autorità di vigilanza settoriali nei confronti dei cittadini, mediato dal coordinamento politico tramite il MEF.

---

11 Rispetto alla portata dell'art. 5 (nella versione originaria) sottolineava il «contenuto di tipo "programmatico"» C. Rabitti Bedogni, *Sub art. 5*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Ead., Milano, 1998, 60 ss., cit. 63. Richiama la qualificazione come «metanorma» dell'art. 5, F. Annunziata, *Sub. art. 5*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, V. Calandra Buonaura (a cura di), Milano, 2020, 87 ss., in part. 89.

12 Di recente sul tema si v. E. Righini, *Finanza sostenibile ed educazione finanziaria*, in *Banca imp. soc.*, 2025, 413 ss., nonché i contributi pubblicati in E. Macchiavello, M. Siri (a cura di), *Sustainable finance and financial education: a snapshot*, Torino, 2024. reperibile in *www.giappichelli.it*.

13 Filippo Sartori nell'intervento al convegno napoletano dell'8-10 aprile ha sottolineato l'importanza dell'introduzione dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza, rendendola un «pilastro fondamentale per colmare il divario informativo» che porterà il risparmiatore ad abbandonare «il mero deposito bancario per essere incoraggiato, attraverso un processo di "empowerment cognitivo", a diventare un investitore consapevole e autonomo», frasi riportate nell'articolo *La riforma del Tuf cambia gli assetti del risparmio gestito*, a firma di A. Criscione, su *Il Sole-24* ore, 11 aprile 2026.

Posto che la modifica del TUF trova la propria origine proprio in tale legge delega, che indica i criteri per la relativa riforma, va tenuto presente che la stessa si preoccupa di integrare altresì, *a latere*, alcuni testi normativi strumentali all'obiettivo della "competitività dei capitali".

Sul piano delle novità introdotte, in questa sede interessa l'art. 19, co. 1, che richiama, fra l'altro, il rispetto «dei principi costituzionali e in particolare della tutela del risparmio», nonché dell'ordinamento dell'UE. La salvaguardia del, e l'appello al, pubblico risparmio (inteso in senso ampio) sono in effetti dei *driver* di fondo per il mercato finanziario, a dimensione come minimo europea. Il tema del "risparmio" viene ripreso anche nell'art. 25, contenente "*Misure in materia di educazione finanziaria*", con cui il legislatore integra e modifica provvedimenti normativi già esistenti, segnalando dunque come il tema sia stato già oggetto di specifica attenzione nel nostro ordinamento. Il punto di novità da sottolineare è l'interazione che il legislatore realizza tra l'art. 19, destinato alla riforma del TUF, e l'art. 25, sull'«educazione» finanziaria».

3.1. Un cenno al livello sovranazionale

Prima di dare conto delle modifiche introdotte, va ricordato che l'importanza di una "cultura" economico-finanziaria di base, per brevità – facendo anche ricorso alla traduzione dall'inglese – indicata con l'espressione "alfabetizzazione finanziaria" (*financial literacy*), ha radici lontane[14].

a. In merito ha avuto un decisivo ruolo propulsivo sia la IOSCO, che nel marzo 2001 pubblica un *Discussion paper*[15] sull'importanza dell'educazione finanziaria "dell'investitore" in collegamento con la sua tutela (al quale seguirà il relativo *Report* nell'ottobre dell'anno successivo)[16], sia l'OSCE, che nel 2002 lancia un organico progetto a sostegno dell'educazione a livello globale[17].

Da tener presente che il 2002 è anche l'anno del premio Nobel per l'economia a Daniel

14 Per una ricostruzione dell'evoluzione ed una approfondita analisi del tema, fra i molti, si si rinvia a B. Russo, *L'educazione finanziaria nell'era delle tecnologie digitali*, cit.

15 Il *Discussion Paper on the Role of Investor Education in the Effective Regulation of Collective Investment Schemes (CIS) and CIS Operators* è reperibile in *www.iosco.org/*.

16 Si v. *Investor education. Report from the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions*, October 2002, reperibile in *www.iosco.org.*

17 All'*Education at a Glance. OECD INDICATORS 2002* (reperibile in *https://www.oecd.org*), ha poi fatto seguito il 22 giugno 2005 la *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness,* disponibile al link *legalinstruments.oecd.org*, poi sostituita nel 2020 (v. *infra* nt. 23), nella quale vengono sia sottolineate la crescente sofisticazione dei mercati finanziari ed i maggiori rischi nelle decisioni finanziarie delle famiglie, sia richiamate le indagini condotte nei precedenti anni sull'alfabetizzazione finanziaria dai paesi aderenti all'OCSE, le quali davano atto dei bassi livelli della stessa da parte dei consumatori nonché della loro scarsa consapevolezza circa la necessità di un'adeguata educazione finanziaria; si v. ampiamente anche OECD, *Improving Financial Literacy ANALYSIS OF ISSUES AND POLICIES*, 2005, reperibile in *www.oecd.org*.

Kahneman (uno psicologo israeliano) per i suoi contributi sulla finanza comportamentale, i quali hanno ampiamente dimostrato come le scelte dei risparmiatori/investitori non abbiano alla base criteri di razionalità e come siano difficilmente governabili le loro "emozioni". Insomma comincia ad andare in soffitta l'*homo oeconomicus* (descritto come un individuo astratto razionale e non condizionabile dall'ambiente in cui vive, punto di riferimento dalla teoria classica ispirata a John Stuart Mill), mandato poi definitivamente al macero dopo la tempesta finanziaria del 2008. Come ha sottolineato Francesco Vella tale "archiviazione" ha poi costituito una delle chiavi di lettura di quest'ultima[18].

Non a caso il progetto dell'OCSE si amplia proprio nel 2008 con la creazione della *Rete internazionale sull'educazione finanziaria*, nota con l'acronimo INFE (*International Network on Financial Education*), al fine di promuovere e facilitare la cooperazione internazionale tra i responsabili politici (*policy makers*) e le altre parti interessate su questioni anche di educazione finanziaria in tutto il mondo.

All'alfabetizzazione finanziaria, intesa come osservazione di quanto gli individui conoscono, capiscono e di come agiscono con riferimento alle proprie finanze, puntando quindi l'attenzione sui "risultati" conseguiti, viene affiancata l'educazione finanziaria, che si concentra sull'apprendimento di conoscenze funzionali ad acquisire competenze in materia finanziaria. OCSE e INFE cominciano quindi a muoversi su questi due fronti, distinti ma decisamente complementari[19]. Dal 2012 ogni anno molti paesi iniziano ad organizzare una settimana mondiale della finanza, anche questa ormai nota con l'acronimo inglese GMW (*Global Money Week*), per sensibilizzare i giovani sul tema e far loro acquisire conoscenze e consapevolezza per prendere decisioni finanziarie oculate. Il *leitmotiv* è "resilienza finanziaria". In questo clima l'alfabetizzazione abbraccia infatti aspetti cognitivi e attitudini necessari per raggiungere (si dice) il benessere finanziario individuale, partecipando alla vita economica e sociale. Si sottolinea come l'alfabetizzazione/educazione finanziaria si presti a favorire l'inclusione finanziaria, andando anche incontro alla stabilità, alla fiducia e alla salvaguardia dei mercati finanziari[20].

La stessa IOSCO nel 2014 lancia una consultazione pubblica sul quadro strategico relativo alla educazione dell'investitore e all'alfabetizzazione finanziaria, sottolineando come l'«investor education» oltre ad essere un punto chiave per la sua tutela, diventa

18 Cfr. F. Vella, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *AGE-Analisi giuridica dell'economia*, n. 1/2012, 215 ss., cit. 215; il numero di *AGE*, dal titolo *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, curato da U. Morera e F. Vella, raccoglie altri interventi di autorevoli studiosi, tra i quali: N. Rangone, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, 7 ss.; U. Morera, E. Marchisio, *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone*, 19 ss.; M. De Poli, *Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali*, 49 ss.; D. Rossano, *Il contributo delle scienze cognitive nella valutazione della propensione al rischio*, 85 ss.

19 La Commissione europea richiama l'attenzione sull'importanza di questa distinzione: si v. la recente *Comunicazione relativa ad una strategia per la promozione dell'alfabetizzazione finanziaria nell'UE*, COM(2025) 681 final, Bruxelles, 30 settembre 2025, 6, nt. 14.

20 Cfr. *OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy, Inclusion & Well-Being 2026*, November 2025, reperibile in *www.oecd.org/*.

«complementary to the traditional tools of regulation, supervision and enforcement»[21]. Il *Report* descriverà poi nel dettaglio il ruolo dell'Organizzazione nella promozione di tale progetto e l'approccio strategico seguito[22].

Le raccomandazioni OCSE, in particolare quella del 2020[23], delineano un'ampia mappa tematica utile per governi, altre autorità pubbliche e tutte le parti coinvolte, interessate a progettare, attuare e valutare le relative politiche. Da sottolineare che le raccomandazioni dell'OCSE e gli altri strumenti sviluppati dall'OCSE/INFE hanno poi ricevuto approvazione e riconoscimento anche a livello globale dal G20 e dall'APEC-*Asia-Pacific Economic Cooperation*(cooperazione economica asiatico pacifica)[24]. La raccomandazione del 2020 è stata anche accolta con favore dai ministri delle finanze e dai governatori delle banche centrali del G20 nel *meeting* del luglio 2021, sotto la presidenza italiana.

b. Anche l'Europa si è fatta parte attiva in merito a più efficaci politiche in materia di educazione/alfabetizzazione finanziaria, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008, emblema del fallimento di un impianto regolatorio non rispondente al fenomeno regolato (forte interconnessione dei colossi finanziari su scala mondiale) e impostato sulla disciplina di mercato, rivelatasi lacunosa, inefficiente e nei fatti fallimentare[25].

Nel *Libro Verde costruire un'unione dei mercati dei capitali* del 2015 si sottolinea a più riprese la mancanza di fiducia degli investitori, la presenza di un risparmio europeo non ben impiegato e la necessità di rafforzare la fiducia degli investitori al dettaglio[26]. Anche su sollecitazioni del Comitato economico e sociale europeo-CESE, nell'UE è stata portata avanti una strategia per la promozione dell'alfabetizzazione finanziaria[27].

---

21 Si v. OICV-IOSCO, *Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy. Consultation. Report*, CR03/14, May 2014, in part. p. 5, reperibile in *www.iosco.org*.

22 Si v. OICV-IOSCO, *Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy Final Report*, FR09/14, October 2014, reperibile in *www.iosco.org*.

23 Particolarmente importante la *Recommendation of The Council on Financial Literacy,* adottata dall'OCSE il 29 ottobre 2020, su proposta del *Committee on Financial Markets*(CMF) e dell'*Insurance and Private Pensions Committee (IPPC),* reperibile in *legalinstruments.oecd.org/en/instruments*.

24 V. al link *https://www.oecd.org/en/networks/infe.html*. I principi del G20 sono elencati nella *Recommendation* citata nella precedente nota, trattasi dei: *G20 Principles for Innovative Financial Inclusion*, 2010 (Principle 5); *G20 High-level Principles on Financial Consumer Protection*, 2011 (Principle 5); *G20 High-Level Principles on SME Financing*, 2015 (Principle 7); *G20 High-Level Principles for Digital Financial Inclusion*, 2016 (Principle 6); sul tema si v., fra l'altro, GPFI-Global Partnership for Financial Inclusion, *The G20 Principles for Innovative Financial Inclusion: Bringing the Principles to Life. Eleven country case studies, 2011*, reperibile in *sdgs.un.org/sites*.

25 La tripla A che le agenzie di rating attribuivano a Lehman Brothers prima del suo disastroso fallimento ne rimarrà uno degli emblemi maggiormente significativi. Per una visione sincronica e critica delle riforme messe in atto dopo lo tsunami del 2008 sia consentito il rinvio ad A. Brozzetti, "Ending of too big to fail" *tra* soft law *e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, Bari, 2018.

26 Si v. COM/2015/063 final, la sez. 1 e la sez. 2.2, reperibile in *eur-lex.europa.eu*.

27 Di recente si v. il comunicato stampa *EU to boost financial literacy and investment opportunities for citizens*, 30 settembre 2025 reperibile in *ec.europa.eu/commission.*

Nel 2022 le stesse AEV-ESAs organizzano un una *high-level conference*, ponendo tra le loro priorità l'alfabetizzazione/educazione finanziaria[28].

E non potrebbe essere diversamente, considerati gli sconfortanti dati, anche più recenti: da un'indagine dell'Eurobarometro del 2023 risulta come meno di un quinto (il 18 per cento) dei cittadini dell'UE possiede un livello elevato della stessa[29].

Con i progressi dell'integrazione europea (ci torniamo più avanti) l'alfabetizzazione finanziaria viene sempre più vista come uno dei principali canali per sostenere lo sviluppo economico dell'UE; mentre le iniziative di educazione finanziaria vengono destinate al miglioramento delle conoscenze e all'incremento della fiducia in un mercato dai confini sempre più ampi[30]. Nel concreto alfabetizzazione/educazione finanziaria si collegano in via diretta anche con la stabilità finanziaria[31]; ed in effetti, e non a caso – come si è accennato –, il legislatore rispetto ai temi qui accennati nella riforma del TUF fa riferimento ai «rischi di mercato».

c. La stessa Italia segue la scia tracciata nell'UE e introduce, in vario modo e su diversi piani, indagini ed iniziative educative volte a migliorare la comprensione da parte dei cittadini di temi legati alle dinamiche finanziarie[32].

3.2. Torniamo al dato normativo, con attenzione al contesto nazionale

Il nostro paese con l'ultima tappa costituita dalla Legge capitali si inserisce in questo scenario e con l'art. 25 della l.d. 21/2014 rafforza e incrementa progetti già avviati sul

28 Si v. il comunicato stampa *Financial education and literacy: a priority for the ESAs,* 3 febbraio 2022, reperibile in *www.eba.europa.eu*. Ma si v. anche il rapporto dell'EBA, *Coordinating financial education and literacy,* March 2020, reperibile in *www.eba.europa.eu*.

29 Si v. Commissione europea, *Monitoraggio del livello di alfabetizzazione finanziaria nell'UE (Eurobarometro Flash 525: indagine n. 2953),* disponibile al link *https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2953.*

30 Si v. T. Lang, *Gli ultimi sviluppi in tema di educazione finanziaria a livello internazionale,* in *Microfinanza,* 2016, 37 ss., reperibile in *rivista.microcredito.gov.it.*

31 Si v. C.M. Buch, *Financial Literacy and Financial Stability*, intervento della vice presidente della Deutsche Bank al *5th OECD-GFLEC Global Policy Research Symposium to Advance Financial Literacy*, Paris, 18 May 2018, reperibile in *www.bis.org.*

32 Per un'efficace sintesi su tale piano si v. da ultimo P. Mirto, *Educazione finanziaria come strumento di prevenzione: confronto tra i modelli europei e riflessi sull'ordinamento italiano,* in *Diritto del risparmio,* 18 febbraio 2026, reperibile in *dirittodelrisparmio.it*.

fronte dell'educazione finanziaria[33], innestandosi su due testi normativi preesistenti: *(i)* la l. 20 agosto 2019, n. 92, con cui è stata reintrodotta l'educazione civica nell'insegnamento scolastico; *(ii)* il d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, conv. con mod. nella l.17 febbraio 2017, n. 15, contenente *disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio*, anche noto (molti lo ricorderanno) come decreto "salva risparmio".

Per comprendere le modifiche apportate dalla Legge capitali ad entrambi i testi normativi non si può prescindere dalla diversità di scenario in cui questi maturano.

a. Rispetto alla l. 92/2019 può sottolinearsi che le stesse si riallacciano al clima europeo delineato nel precedente paragrafo.

Il legislatore insiste anzitutto sull'art. 1, dedicato ai *Principi*. Il co. 1 definisce il campo applicativo dell'educazione civica riferendosi anche alla promozione della partecipazione «piena e consapevole» alla vita delle comunità, la quale registra ora un ampliamento significativo con l'affiancamento del piano «economico» a quello «culturale», dando quindi rilievo al contributo "finanziario" che un soggetto può apportare al benessere sociale. Il successivo co. 2 si occupa dell'educazione civica nelle scuole ancorandola di base alla conoscenza della Costituzione e delle istituzioni dell'UE, e da orientare verso la promozione sia di una serie di principi (da notare quello della sostenibilità ambientale), sia di alcuni diritti. Il profilo interessante è che la Legge capitali interviene su questi ultimi sostituendo «il diritto alla salute e al benessere della persona», con il «diritto al risparmio e all'investimento, all'educazione finanziaria e assicurativa e alla pianificazione previdenziale, anche con riferimento all'utilizzo delle nuove tecnologie digitali di gestione del denaro, alle nuove forme di economia e finanza sostenibile e alla cultura d'impresa». Sul piano educativo il passaggio è importante in quanto il riferimento ai principi e alle tutele costituzionali, che chiama in causa anche l'art. 47[34], viene arricchito con una serie di "diritti" di particolare interesse, anche sul piano della loro connessa

33 Per un'indagine sul nostro paese si invia, fra gli altri, a N. Linciano, P. Soccorso (a cura di), *Le sfide dell'educazione finanziaria. La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace,* in *Quaderni di finanza* della CONSOB, n. 84, ottobre 2017, reperibile in *www.consob.it*, nonché al rapporto coordinato da A. Baglioni su *Educazione finanziaria in Italia: a che punto siamo,* Osservatorio Monetario, 2019, n. 2, reperibile in *https://www.comitatoeducazionefinanziaria.gov.it*; più di recente si v. R. De Bonis, M. Guida, A. Romagnoli, A. Staderini, *Educazione finanziaria: presupposti, politiche ed esperienza della Banca d'Italia,* in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers),* n. 726, Ottobre 2022, reperibile in *www.bancaditalia.it*.

34 Per interessanti e autorevoli considerazioni sul «nesso funzionale tra finanza ed economia» nella Carta costituzionale si v. A. Sciarrone Alibrandi, *Diritto dell'economia e sviluppo economico: la prospettiva costituzionale,* in *Dir. banc. fin.*, 2025, I, 367 ss.

salvaguardia[35].

Rispetto alle modifiche introdotte dalla Legge capitali, a parte l'accennata comunanza d'intenti con la riforma del TUF, l'altro dato da evidenziare è che la stessa educazione finanziaria – ora inserita nell'ambito dell'insegnamento «trasversale dell'educazione civica» – assurge allo *status* di diritto[36], e che la formula anzidetta (troncata però dalla cultura d'impresa[37]) viene riportata anche nella lett. h-*bis*) aggiunta dalla l. 21/2024 all'art. 3, co. 1, della l. 92/2019, facendola così rientrare tra le tematiche oggetto del decreto che il Ministero dell'istruzione e del merito[38], in sigla MIM, deve emanare per lo sviluppo delle competenze e degli obiettivi di apprendimento. La Legge capitali introduce nell'art. 3 anche il co. 1-*bis*) dove si stabilisce che, per i contenuti dell'insegnamento relativo alla lett. h-*bis*), il MIM deve agire d'intesa con le autorità di vigilanza del settore finanziario (Banca d'Italia, IVASS, Consob, Covip) e deve sentire altresì il «Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria» nonché le «associazioni maggiormente rappresentative degli operatori e degli utenti bancari, finanziari e assicurativi». Ciò anche a dimostrazione della presenza di un interesse diffuso sul tema e della necessità di coinvolgimento di tutte le parti interessate[39].

b. Il riferimento a tale Comitato è interessante in quanto ci porta direttamente al secondo intervento normativo che la Legge capitali mette in collegamento con la riforma del TUF, trattasi del già accennato d.l. 237/2016. yll decreto "salva risparmio" si inseriva nel tessuto normativo della risoluzione, facendo perno sulla fattispecie, di natura eccezionale, dell'intervento di sostegno pubblico straordinario riservato a banche e gruppi bancari "solvibili", quindi non in stato di dissesto potenziale o effettivo da cui scaturisce un provvedimento di "risoluzione" (il *focus* inizialmente andava sulle Banche venete e

35 Il problema è che – nel quadro generale delle modifiche di cui ci stiamo occupando e sulla base dell'esperienza: la mente va alle varie riforme della MiFID – il "diritto" (penso soprattutto al risparmio e all'investimento) si possa rivelare anche un boomerang, trasformandosi in una "autoresponsabilizzazione" dell'individuo nel momento in cui l'ordinamento predispone (e questo si cerca di fare anche attraverso l'educazione/alfabetizzazione finanziaria) strumenti e presupposti per esercitarlo non in modo incauto ma con una maggiore "consapevolezza" (si v. anche *infra*, § 4). Resta infatti il rischio di una trasparenza (diciamo così) manipolata che può unire l'*information overload* – che contraddistingue la regolazione – con la forza persuasiva dell'intermediario, anche supportata da paraventi tecnologici, la cui neutralità resta discussa, anche all'interno del settore: cfr. di recente S. Migliavacca, *IA generativa nei servizi finanziari: la vera sfida è governance, competenze e responsabilità*, 5 maggio 2026, reperibile in *dirittobancario.it*.

36 Si v. la modifica al co. 2 dell'art. 3 della l. 19/2019, apportata dall'art. 25 della Legge capitali.

37 Sul punto si v. in part. U. Morera, *Educazione finanziaria, cultura d'impresa ed educazione societaria nelle scuole (art. 25, legge n. 21/2024): due brevi riflessioni critiche*, in *Analisi giur. econ.*, 2024, 97 ss.

38 È il nuovo nome dato dal Governo Meloni, nel novembre 2022, al MIUR-Ministero dell'istruzione, dell'università e della ricerca, cui ancora faceva riferimento l'art. 3 della l. 92/2019, ora così aggiornato dall'art. 25, co.1, lett. c), n. 1, della Legge capitali.

39 Sottolinea, in modo anche critico, l'importanza di questo primo passo italiano A. Baglioni, *Educazione finanziaria: un ritardo da recuperare*, 9 luglio 2019 reperibile in *lavoce.info/archives*.

sul Monte dei Paschi di Siena). Il d.l. 237/2016 rileva in questa sede perché la legge di conversione vi inseriva l'art. 24-*bis*, contenente *disposizioni generali concernenti l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale,* al cui interno costituisce un elemento chiave l'anzidetto *Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria* (ci torniamo tra breve).

b.1. Posto che entrambi i provvedimenti su cui agisce la Legge capitali sono legati al problema dell'educazione finanziaria, questo del 2016 assume però una valenza particolare. Infatti se, come sottolinea Umberto Morera, quando si parla di cultura finanziaria non ci si può fermare a «informazioni, nozioni, locuzioni e tecnicismi», poiché alla base ci deve anche essere «una piena ed effettiva *conoscenza* del proprio interlocutore»[40], possiamo dire che su tale piano, il decreto salva risparmio è emblema sia del clima di sfiducia ma anche di rabbia verso le banche (allora fomentato pure dalla politica) sia dell'allergia degli italiani verso il mercato di borsa, com'è noto problema atavico per il nostro paese.

b.2. Tanto per non andare troppo lontano si può ricordare come in Italia la mancata alfabetizzazione/educazione finanziaria abbia interagito con i tentativi sia di porre un argine allo strapotere delle banche verso il contraente c.d. debole sia, in parallelo, di sviluppare e rinnovare il mercato di borsa.

Si pensi alle normative sulla trasparenza contrattuale e sulla tutela del consumatore dei primi anni Novanta, agli sforzi per rivitalizzare la sollecitazione del pubblico risparmio – dopo lo scandalo dei titoli atipici venduti da finanzieri d'assalto all'inizio degli anni '80 a ignari investitori (che bruciarono i risparmi di una vita) – con la riforma della Consob e del mercato di borsa nel 1985, riforma continuata con la legge sulle Sim che anticipava l'armonizzazione nel campo delle attività e dei servizi d'investimento partita di lì a poco nel diritto europeo (con sbocco finale nel TUF del 1998). Ma sono anche altrettanto noti i clamorosi crack che nel tempo hanno vanificato le manovre a contrasto della diffusa immagine negativa del mondo bancario e dello scarso *appeal* verso il mercato mobiliare. Non hanno di certo aiutato la crisi del 1992 con il tracollo della lira che mostrava un'Italia con il fiato corto rispetto ai parametri fissati a Maastricht e continuamente alle prese con scandali e fenomeni di *mala gestio* (si pensi all'EFIM-Ente partecipazioni e finanziamento industrie manifatturiere, liquidato nel 1992, alla caduta dell'anno prima di Federconsorzi – causata anche dalla «dissennata politica creditizia di sostegno dei consorzi agrari» –, al crollo del gruppo agroalimentare Ferruzzi del 1993). È poi fallito l'obiettivo di rivitalizzare il mercato attraverso l'ampio processo di privatizzazioni degli anni Novanta, che sul piano politico e strutturale avrebbero dovuto dare slancio al Paese e portare alla nascita di un sistema finanziario moderno e al potenziamento del

40 Si v. U. Morera, *La banca nella "percezione" della clientela. Elementi di educazione finanziaria,* in *Riv. Dir. banc.*, 2025, I, 447 ss., in part. 447 s.; dal lato del mondo bancario l'innovazione fu ben accolta, si v. 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*, 31 luglio 2018, reperibile su *www.dirittobancario.it*.

mercato di borsa. In Italia troppe "illusioni" sono andate "perdute", come hanno ben evidenziato Marco Onado e Pietro Modiano[41].

Lo stesso avvio della moneta unica avveniva nel mezzo dello scandalo dei bond argentini (i c.d. "tango bond", acquistati da una marea di investitori italiani) ed è stato poi segnato dal collasso dei gruppi Cirio e Parmalat del 2003 con coinvolgimento di un gran numero di risparmiatori[42], fallimenti che portarono sia ad un inasprimento della riforma del diritto societario già varata con il d.lgs. 6/2003, sia ad una revisione del sistema dei controlli attraverso la l. 262/2005 recante *disposizioni sulla tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, la cui ampiezza fu anche condizionata dal caso della Popolare di Lodi e dalla presenza di un governatore della Banca d'Italia divenuto quantomeno "scomodo".

Con la crisi del 2008 e la sua appendice del legame perverso tra rischi bancari e debito sovrano il nostro paese ha infine ricevuto il colpo di grazia. L'interazione tra *i)* il repentino cambiamento istituzionale e il rafforzamento del quadro regolatorio, entrambi di portata storica, conseguenti all'avvio dell'Unione bancaria con alla base un nuovo e più robusto *single rulebook* (comprendente il reg. UE 575/2013 e la dir. 2013/36/UE, c.d. pacchetto CRR/CRD4, e le dir. 2014/59/UE, BRRD, e 2014/49/UE, DGSD), arricchito dalla *soft law* delle Autorità europee di vigilanza-AEV, *ii)* la scellerata scelta europea di applicare il "famigerato" *bail-in* in modo retroattivo, *iii)* il cambio di rotta della Commissione europea sugli aiuti di stato e l'inquadramento dell'intervento del Fondo interbancario di garanzia dei depositi nel caso Tercas alla stregua di aiuto, quindi proibito (ma in modo ingiusto, dirà poi la Corte di Giustizia europea), daranno forma alla "questione bancaria italiana" e al connesso fenomeno del "risparmio tradito". Le vicende sono legate dapprima alla crisi nel 2015 delle "4 piccole banche" sottoposte alla neonata procedura di risoluzione e poi a seguire alla parallela crisi delle Banche venete e di MPS risolta nel 2017 con la liquidazione delle prime e con la ricapitalizzazione precauzionale tramite sostegno pubblico riservata a MPS[43].

I tentativi del legislatore di provare a tamponare il fenomeno, sia con il "decreto salva banche" – tramite il d.l. 183/2015 (decaduto per mancata conversione ma con effetti fatti salvi dalla l. 28 dicembre 2015, n. 208, integrato e rinnovato con il d.l. n. 59/2016) – sia, fra l'altro, con il già richiamato "decreto salva risparmio" del 2016, ebbero poco successo nel frenare il trend di pericolosa e generalizzata sfiducia verso il sistema bancario.

Del resto le statistiche mostravano per l'Italia una situazione allarmante e decisamente

41 Si v. M. Onado, P. Modiano, *Illusioni perdute. Banche, imprese, classe dirigente in Italia dopo le privatizzazioni*, Bologna, 2023, in part. 43 ss.

42 Si v. la sintetica ricognizione dei disastri italiani di M. Gerevini, *Parmalat, Cirio, banche popolari: i crac italiani (e quei 40 miliardi bruciati in 20 anni)*, 29 dicembre 2023, reperibile in *www.corriere.it/economia/finanza*.

43 Per un quadro d'assieme sia consentito il rinvio ad A. Brozzetti, *Il decreto legge n. 99/2017: un'altra pietra miliare per la "questione bancaria" italiana*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, I, 24 ss.

deludente relativamente all'educazione (ma preferirei il termine "cultura") finanziaria: in un'indagine del 2017 nella graduatoria dei paesi europei eravamo collocati agli ultimi posti assieme a Spagna e Portogallo[44].

b.3. È in questa temperie che trova spazio la normativa introdotta dalla legge di conversione nel d.l. 237/2016, con l'intento di creare i presupposti di base per l'assunzione di scelte finanziarie con un minimo di consapevolezza da parte dei cittadini.

In un certo qual modo l'alfabetizzazione finanziaria, e quindi il rafforzamento delle competenze delle controparti degli intermediari finanziari, tenta di riequilibrare la relazione "asimmetrica" tra intermediario e cliente, costruendo anche un minimo di argine a possibili atteggiamenti deontologicamente scorretti, spesso impastati con *mala-gestio* degli stessi intermediari (le crisi accennate ne sono stata dimostrazione). In ogni caso, sul piano normativo l'"educazione finanziaria" si aggiungeva a tutti i presidi (senza mai, ovviamente, poterli sostituire) previste dalle leggi a favore dei consumatori di servizi finanziari e che le stesse autorità erano tenute a far rispettare.

Nei fatti l'educazione/alfabetizzazione finanziaria si pone come contrafforte alla c.d. "vigilanza di tutela", che ha assunto forme nuove e peso sempre maggiore nella regolazione del mercato finanziario[45].

3.3. Le novità apportate con la riforma del 2024

a. Nel nostro paese l'introduzione dell'art. 24-*bis*, del d.l. 237/2016 dà quindi forma alle prime *disposizioni generali concernenti l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale*, sulle quali interviene nel 2024 – con modifiche anche qui (a me pare) di "maquilla-

44 Si v. E. Fornero, I. Lagrosa, *L'educazione finanziaria? Serve per le riforme. E per crescere,* su *lavoce.info,* 13 ottobre 2017, reperibile in *lavoce.info/archives*; e, fra gli altri, G. Tagliavini, B. Ronchini, *Uno studio empirico circa il livello di educazione finanziaria in Italia,* in *Banca imp. soc.*, 2011, 49 ss. Il problema è che la situazione risulta deludente ancora oggi: si v. M. Lo Conte, *Bocciati in debiti e prestiti: Italia in fondo al ranking per competenze finanziarie,* 13 agosto 2025, reperibile su *ilsole24ore.com*. Si segnala che al link *https://lavoce.info/?s=educazione+finanziaria* sono scaricabili un insieme di articoli riguardanti, sotto vari aspetti, il tema trattato.

45 Si v. *infra* nt. 66. «L'educazione finanziaria non può e non deve, neanche in parte, soppiantare la tutela dei risparmiatori affidata alle autorità indipendenti e agli organi dello stato [...] per una ragione di logica economica e istituzionale. Il rapporto commerciale fra un risparmiatore singolo – *retail* come si dice in gergo – e chi gli offre un prodotto finanziario – che sia conto corrente bancario, o polizza assicurativa o quota di un fondo comune – è per sua natura squilibrato a favore del venditore, che ne sa di più del suo cliente su quello che gli sta offrendo. Questo sarebbe vero in effetti per molte transazioni commerciali: anche un salumaio sa meglio del suo cliente se il prosciutto che gli sta vendendo è più o meno buono. Ma un prodotto finanziario è diverso da un salume perché la sua utilità è interamente frutto di una promessa futura, quindi la sua materia prima è la fiducia. Bisogna fidarsi che in futuro le cose andranno come dice il venditore. E nelle cose economiche e finanziarie il passato è scarsa guida del futuro»: così efficacemente S. Rossi, *Educazione finanziaria per la crescita dell'Italia, l'informazione, la tutela del risparmio, la sostenibilità e la cultura*, Speaking notes del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, Firenze, 27 febbraio 2019, cit. 2, reperibile in *www.bancaditalia.it*.

ge normativo" – l'art. 25, co. 2, della Legge capitali[46], a cui ha fatto poi seguito il recentissimo, e coevo alla riforma del TUF, d.l. 27 marzo 2026, n. 38, contenente *Disposizioni urgenti in materia fiscale ed economica*, c.d. Decreto fiscale, che all'art. 15 ha previsto ulteriori *Disposizioni in materia di educazione finanziaria*, destinate ad integrare nuovamente il decreto salva risparmio del 2016. Di seguito consideriamo le modifiche nel loro complesso.

Da notare anzitutto che l'art. 24-*bis* del d.l. 237/2016 si ricollegava alla definizione dell'OCSE del 2005 e inquadrava l'«educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale» come «il processo attraverso il quale le persone migliorano la loro comprensione degli strumenti e dei prodotti finanziari e sviluppano le competenze necessarie ad acquisire una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità finanziari» (co. 2)[47]. Il legislatore si proponeva di accrescere tale tipo di educazione, a contenuto ampio in quanto coinvolgente l'intero sistema finanziario, ritenendola «uno strumento» indispensabile sia per «la tutela del consumatore» sia per un più cosciente utilizzo «degli strumenti e dei servizi finanziari offerti dal mercato», grazie ad azioni efficaci e sistematiche di soggetti pubblici e privati. Nella versione attuale, modificata dal d.l. 38/2026[48], si aggiunge che le disposizioni contenute nell'art. 24-*bis* dovranno assicurare anche «il miglioramento della qualità» delle anzidette azioni (cfr. il co. 1). In questo contesto, originariamente si attribuiva al MEF, che agiva d'intesa con il Ministero (ora) dell'istruzione e del merito-MIM[49], il compito di adottare il programma per una *Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale*, basata su determinati punti chiave: coordinamento, sinergie, scambi di informazioni tra soggetti pubblici e privati; politiche nazionali a livello di comunicazione e diffusione di informazioni; convenzioni con gli esperti sul campo per promuovere la formazione[50]. In quel momento l'Italia si allineava così ai numerosi paesi (secondo l'OCSE una settantina) che mettevano a disposizione di cittadini e risparmiatori un sistema per arricchire le proprie conoscenze e competenze finanziarie e consentire così scelte maggiormente in linea con condizioni economiche

46 Per un primo commento, e per ulteriori riferimenti bibliografici, si rinvia fra gli altri a U. Morera, *Educazione finanziaria, cultura d'impresa ed educazione societaria nelle scuole (art. 25, legge n. 21/2024): due brevi riflessioni critiche*, cit., 97 ss.; S. Pietra Rossi, *sub art.*25, in *Commentario alla legge Capitali. Legge 5 marzo 2024, n. 21*, a cura di P. Marchetti, M. Ventoruzzo, Pisa, 2024, 202 ss.; B. Russo, *sub art.*25, in *Legge Capitali (5 marzo 2024, n. 21). Commentario*, a cura di G. Martina, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Torino, 2024, 297 ss.;

47 Si tratta del principio n. 1 contenuto nella già citata *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*.

48 Si v. l'art. 15, co. 1, lett. a).

49 Come già accennato (v. *retro* nt. 38) la disposizione è stata modificata con la Legge capitali che ha sostituito tale figura al MIUR.

50 Si v. il co. 3, dell'art. 24-*bis*; l'intenzione di dare particolare rilevanza al tema viene testimoniata anche dalla necessità che lo schema del programma della anzidetta *Strategia nazionale* debba essere trasmesso alle Camere «ai fini dell'espressione dei pareri delle Commissioni parlamentari competenti per materia e per i profili finanziari» (si v. il co. 4 dell'art. 24-*bis*), come a dire che tutti gli esperti in campo debbano essere coinvolti.

ed obiettivi perseguiti.

Per l'attuazione di tale strategia l'art. 24-*bis* attribuiva al MEF – che doveva agire d'intesa oltre che con il MIUR (oggi sostituito dal MIM) anche con quello dello sviluppo economico – di istituire il *Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria*-Edufin con il compito di «promuovere e programmare iniziative di sensibilizzazione ed educazione finanziaria», composto da undici membri: 4 designati da ministeri (economia e finanze, dell'università e del merito, dello sviluppo economico, del lavoro e delle politiche sociali); 4 da esponenti delle autorità di vigilanza (Banca d'Italia, Ivass, Consob e Covip); 1 dal Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti-CNCU; 1 dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari-OCF; a seguito della modifica apportata dal d.l. 38/2026 i membri sono diventata dodici in quanto si è aggiunto 1 esponente della Guarda di finanza, rafforzando così il presidio di legalità sul piano della formazione finanziaria (cfr. i co. 6 e 8). Il Comitato istituito nel 2017 è diretto da Donato Masciandaro, ha sede presso il MEF e, oltre a definire la traccia della *Strategia* anzidetta[51], ha messo direttamente in campo iniziative di educazione finanziaria e favorito il coordinamento tra le varie parti interessate alla promozione di progetti e attività di questo tipo[52].

Con la Legge capitali[53] è stato attribuito al MIM il potere di sottoscrivere, dopo aver sentito il *Comitato*, appositi accordi con le anzidette autorità di vigilanza, al «fine di promuovere la cultura dell'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, nel rispetto dell'autonomia scolastica e nei limiti delle risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente»[54].

L'art. 24-*bis* indica, al co. 3, i principi cui si deve conformare la *Strategia nazionale* anzidetta e alla lett. a), prevede, oltre alle modalità con cui le iniziative educative intraprese

51 Si v. il documento predisposto per il triennio 2017-2019 al link *https://www.comitatoeducazionefinanziaria.gov.it/it/pdf/chi_siamo/strategia_nazionale.pdf*; allo stesso ha fatto seguito il *PROGRAMMA di attuazione della "strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale". Triennio 2024-2026*, si v. al link *https://www.comitatoeducazionefinanziaria.gov.it/it/pdf/chi_siamo/programma_triennale.pdf* .

52 Per approfondimenti si può v. al link *https://www.mef.gov.it/ministero/comitati/comitato-educazione-finanziaria/index.html*, ove ulteriori link di collegamento.

53 Si veda il nuovo co. 10-*bis* dell'art. 24-*bis* introdotto dall'art. 25, co. 2, lett. d) della Legge capitali.

54 Integrazione sibillina che, considerati i numerosi e continui tagli all'istruzione pubblica, fa dubitare della portata reale dell'intervento, dal forte sentore "di facciata": tali istituzioni sono già parte del Comitato e già promuovono attivamente iniziative sul fronte educativo. Va però considerato che, al contempo e su altro fronte, con il successivo d.l. 38/2026 è stata invece migliorata la possibilità di rimborsi spese per il direttore del *Comitato* e si è stabilito che, per lo svolgimento dei compiti allo stesso spettanti *ex* art. 24-*bis*, possa avvalersi di «un contingente di consulenti o esperti nella materia», nominati ai sensi dell'art. 7, co. 6, del testo unico sul pubblico impiego-TUPI, «scelti anche tra soggetti estranei alla pubblica amministrazione» (si v. il nuovo co. 8-*bis* dell'art. 24-*bis*). In questo caso però non sono stabiliti specifici limiti di spesa. Si ricorda che il TUPI prevede i compensi e la possibilità di attribuire incarichi «ad esperti di particolare e comprovata specializzazione anche universitaria».

possano «entrare in sinergia e collegarsi con le attività proprie del sistema nazionale dell'istruzione», anche la necessità che il coordinamento dei soggetti pubblici o privati già sul campo, ovvero previsti dal programma, debba avvenire «attraverso standard qualitativi adeguati alla complessità dei contenuti diffusi, la corretta sinergia tra soggetti presenti nonché la loro indipendenza e terzietà, nonché la continuità nel tempo degli interventi» [55].

Insomma, sul piano dei proclami e dei mezzi le norme delineano un'azione di ampia portata. Nel concreto con le modifiche introdotte con la Legge capitali e con il Decreto fiscale si ribadisce la priorità politica che riveste l'alfabetizzazione/educazione finanziaria, posta come importante complemento alla condotta del mercato, alla stessa regolamentazione prudenziale e altresì all'inclusione finanziaria[56]. Si intende consentire al nostro paese di migliorare il proprio posizionamento tramite l'elaborazione e l'attuazione di specifiche e finalizzate strategie "educative". Nella misura in cui aiuta a ridefinire l'autonomia economica, l'educazione finanziaria viene vista infatti, oltre che come una leva per l'inclusione, anche come questione di libertà personale.

Su tale fronte va in effetti ricordato che da tempo sia la Banca d'Italia sia il mondo bancario si sono fatti parte attiva (anche in forza delle sollecitazioni provenienti dai fattori "SG", di sostenibilità sociale e di governance), dedicando diverse iniziative al tema della *diversity & inclusion* in finanza, con *focus* sull'indipendenza finanziaria e sulla sensibilizzazione delle donne a riconoscere la violenza economica[57]. Lo stesso sistema bancario si è mosso, ad esempio, attraverso la *Fondazione per l'educazione finanziaria e al risparmio*-FEDuF, costituita su iniziativa dell'ABI, con l'intento di promuovere e perseguire un «più ampio concetto di educazione alla Cittadinanza Economica e di tutela del diritto al

55 L'inciso è stato aggiunto dall'art. 1, co. 1, lett. b), del d.l. 38/2026 e va sostituire la precedente frase: «che gli interventi siano continui nel tempo, promuovendo lo scambio di informazioni tra i soggetti e la diffusione delle relative esperienze, competenze e buone pratiche». A ulteriore dimostrazione di come anche in questo caso l'intervento abbia più natura formale che sostanziale.

56 Sul tema risulta particolarmente interessante il lavoro del CeSPI, *Buone pratiche di inclusione finanziaria. Uno sguardo europeo,* giugno 2013, reperibile in *www.cespi.it*.

57 Si v. ad es. F. Padoan, *Autonomia è libertà: le banche italiane in prima linea contro la violenza di genere,* 25 novembre 2025, reperibile su *bancaforte.it*; un panorama sulle iniziative attuate al link *https://bancaforte.it/folder/hitlist-search-top/?IDsubmit=q06&st=lista&ssid=180&ss_query=educazione+finanziaria&q06_text=educazione+finanziaria*. Per altri aspetti si v., fra gli altri, E. Rinaldi, M. Robba, A. Sorgente, M. Lanz, P. Iannello, *La financial literacy degli studenti universitari: promuovere l'educazione finanziaria per ridurre il gender gap,* in *Giornale italiano di psicologia,* 2024, 225 ss.; E. Bocchialini, B. Ronchini, *Financial literacy e gender gap: il caso degli studenti universitari,* in *Banca imp. Soc.*, 2015, 131 ss.; M.T. Salvemini, *Una proposta per ridurre l'analfabetismo economico degli studenti meridionali,* in *Rivista economica del Mezzogiorno,* 2012, n. 1-2, 95 ss.

risparmio sancito dall'art. 47 della Costituzione»[58], con segnalazione anche attraverso *newsletter* delle iniziative intraprese[59].

Per rendersi conto dei protagonisti in campo si possono inoltre considerare i partecipanti, le numerose iniziative (la maggior parte proposte peraltro dalla Banca d'Italia) e i temi affrontati dalla *Global Money Week*-GMW, la già accennata campagna internazionale promossa annualmente dall'OCSE per sensibilizzare i giovani sull'importanza di acquisire competenze finanziarie solide per assumere decisioni responsabili[60].

Di sicuro una migliore cultura dei rischi e delle dinamiche finanziarie da parte della cit-

58 Tanto si legge nella pagina di presentazione, al link *https://www.feduf.it/?utm_source=newsletter-mensile&utm_medium=email&utm_campaign=2024-09*. Tra le iniziative promosse dalla FEduF c'è *l'European Money Quiz*, a testimonianza dell'efficacia dell'approccio italiano all'educazione finanziari si segnala come nell'ultima edizione i nostri studenti abbiano conseguito ottimi risultati: v. F. Padovan, *European Money Quiz: studenti italiani ancora tra i migliori*, 20 maggio 2026, reperibile in *https://bancaforte.it*.

59 L'ultima del 31 marzo 2026 è consultabile al link *https://a8b3b4.mailupclient.com/f/rnl.aspx/?fkd=svznvy&x=pv&0ge=xy.e0=nxpry8-80&x=pv&=2beg.7-.173eank:fg0&x=pp&twm.&e:/afz07d=wvywNCLM*.

60 Nel 2026 si è tenuta il 16-22 marzo ed è stata articolata in 351 iniziative, sparse su tutto il territorio nazionale, con diversi destinatari (compresi i docenti): si v. l'ampio programma al link *https://www.comitatoeducazionefinanziaria.gov.it/attivita/global-money-week/global-money-week-2026/calendario_gmw_2026/#* ; si v. anche il *Saluto alla giornata di apertura della Global Money Week 2026*, portato da L.F. Signorini, Presidente dell'Ivass e Direttore generale della Banca d'Italia, reperibile in *www.ivass.it*. Tra le molte proposte, particolarmente attiva risulta la Banca d'Italia con 201 iniziative, di cui in larga parte *Laboratori didattici per le scuole*; 3 sono organizzate dalla Consob (*Due parole sulla sostenibilità, Le truffe di ieri e di domani. Tra AI & cripto-inganni, A lezione di educazione finanziaria - Conosci te stesso e impara a risparmiare*); 2 dall'Ivass (*Seminari formativi presso lo stand Banca d'Italia-IVASS a Didacta Italia 2026*, *Educazione finanziaria: come formare i formatori*, dedicate ai Dirigenti scolastici e ai docenti); presente anche la Covip (*Why Pensions Matter to Young People*, curate dalla Covip). Con 67 iniziative risulta presente l'Aief-Associazione Italiana Educatori Finanziari, tra le molte si segnalano: *Le prime decisioni finanziarie - Conoscenza e emozioni*, nonché *Governare l'incertezza - Cosa succede quando l'imprevisto incontra decisioni fragili*, e altresì *I soldi servono a comprare il tempo*, e *Psicologia e riflessi socio economici dell'indebitamento*, *FinanzAttiva - Giovani, denaro e scelte intelligenti*, e *Da zero a investitore - Come far fruttare la paghetta, Parlare di soldi, senza imbarazzo*, e *Previdenza INPS Previdenza Complementare*, e *Kakebo - Non è mai troppo presto, Mente e portafoglio - Perché spesso facciamo la scelta sbagliata senza saperlo ONLINE*, *Un budget per amico! La buona gestione dei soldi fin da giovani per realizzare sogni e progetti*. La stessa *Anasf-Associazione nazionale consulenti finanziari*, è presente con 23 iniziative, quali ad esempio *economic@mente METTI IN CONTO IL TUO FUTURO*, nonché *Perché l'importanza dell'Educazione Finanziaria nella scuola*. Tra gli altri organizzatori ci sono ad. es. *l'Agenzia delle Entrate - Direzione Regionale della Toscana* (*Fisco, Scuola e Phishing*) il Rotary (*Progetto Rotary e Finetica. Educazione Finanziaria Attiva*, e *Educare alla Finanza Etica per avviare processi di Adozione Sociale delle vulnerabilità finanziarie*; singole banche, come Widiba Spa (*Educazione Finanziaria e Parità di Genere. Smart Money Talks*), o Club (*#Economia e Finanza a Km Zero*, a cura di *Zonta Bologna Due Torri*), o istituti universitari (v. *assiCURA IL TUO FUTURO - Gestione del risparmio e sostenibilità*, oppure *Alfabetizzazione finanziaria e digitale nell'era dell'intelligenza artificiale*, ovvero *Your Budget, Your Choices*). Il tutto per indicare la quantità e qualità delle azioni intraprese su temi "attrattivi" e di sicuro interesse. Sarebbe comunque importante avere evidenze su partecipazione ed efficacia degli incontri effettuati.

tadinanza assume particolare importanza. Anche recenti indagini mostrano la crescita, che come accennato può ingenerare seri problemi di sovraindebitamento, del *buy now pay later*-BNPL, prodotto digitale del *digital lending* peraltro sempre più diffuso tra i giovani della Gen Z e le donne, e l'unico con prevalenza femminile e con maggiore diffusione nel Sud rispetto al Nord[61], dato che invita a riflettere.

La stessa introduzione dell'euro digitale aprirà una grande sfida sul piano dell'utilizzo e dell'accessibilità al nuovo portafoglio di moneta di banca centrale, il cui successo necessiterà di politiche di accompagnamento che non potranno prescindere da interventi di educazione finanziaria verso la cittadinanza volti a renderne l'uso maggiormente inclusivo[62].

4. L'importanza della presenza di un "obiettivo" riferito all'educazione finanziaria nel TUF nella prospettiva della CMU/SIU e della RIS

Su questo vasto e solidificato contesto di promozione e accrescimento della "cultura" finanziaria e del sapere scientifico dei cittadini, invitati a sviluppare competenze per raggiungere il proprio benessere economico, si innestano i diversi e integrati strumenti dedicati dai vari plessi normativi settoriali alla tutela della clientela, nell'ottica di limare l'asimmetria informativa, incentivare la concorrenza e l'offerta di servizi e prodotti adeguati alle esigenze della stessa. Basti pensare al controllo sul rispetto delle disposizioni riferite ai comportamenti degli intermediari, con attenzione alla trasparenza e correttezza, affiancati da strumenti di indirizzo, sanzionatori e inibitori, nonché da sistemi di tutela individuale, attivabili dagli stessi clienti.

Tanto che sorge spontaneo chiedersi se la modifica dell'art. 5 del TUF riguardo all'educazione finanziaria fosse veramente necessaria, e nel caso affermativo con quale portata e fine.

a. Per provare a dare una risposta si può partire nuovamente dalle intenzioni del legislatore. Nella *Relazione illustrativa* al d.lgs. 47/2026 si afferma[63] che l'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria diviene «un elemento caratterizzante delle funzioni di vigilanza», con conseguente attribuzione di un ruolo importante a Consob e Banca d'Italia «e, loro tramite, agli intermediari attivi sul mercato nazionale». Si chiari-

61 Nell'articolo si sottolinea che il «56% delle richieste BNPL proviene infatti da donne e il comparto moda pesa per oltre il 76% delle operazioni complessive»; si interpreta invece la maggiore diffusione al Sud alla stregua di «segnale di una crescente domanda di soluzioni di pagamento flessibili in territori caratterizzati da minore capacità di spesa e più bassa penetrazione dei prodotti di credito tradizionali», così F. PADOVAN, *Digital Lending, il credito cambia pelle: entro il 2030 quasi un finanziamento su due sarà digitale.* 4 maggio 2026, reperibile in *bancaforte.it*.

62 In un contesto di *escalation* delle tensioni geopolitiche, per l'Europa l'introduzione della moneta digitale da parte della BCE, e il conseguente controllo dei pagamenti (oggi in mano ai giganti americani), costituisce un elemento imprescindibile per gestire il proprio futuro; moneta che dovrebbe essere «*free, accessible, public alternative*»: si v. R. NOSKER, *The digital euro for everyone: What it changes and what it doesn't*, 6 May 2026 reperibile in *www.finance-watch.org*.

63 Si v. *sub* art. 2, p. 8.

sce anche la portata della norma: il rafforzamento delle disposizioni introdotte dall'art. 25 della Legge capitali e volte ad integrare i provvedimenti normativi che da tempo già sostengono e promuovono l'educazione finanziaria. In effetti, nella *Relazione* da un lato viene ribadita l'azione "mediata" delle autorità di vigilanza (i loro referenti diretti sono gli intermediari), dall'altro lato viene sottolineato l'impegno che Banca d'Italia e Consob (ma, a livello di autorità di vigilanza, andrebbero richiamate anche l'Ivass e la Covip) rivolgono alle iniziative divulgative e culturali in materia di educazione finanziaria destinata ai cittadini e in particolare alle nuove generazioni, sia la presenza – sui siti istituzionali – di ben curati portali *internet* (di Banca d'Italia, Consob, stavolta si richiama anche Ivass, ma non Covip che sul proprio sito ha comunque uno spazio dedicato al "cittadino" con contenuti di *Educazione previdenziale*)[64].

Nella sostanza, quindi, saremmo di fronte all'intento di un potenziamento normativo di un'attività che però svolgono già di diritto (sulla base dei provvedimenti normativi sopra richiamati) ma anche nei fatti, per la stessa sensibilità sviluppata dalle autorità di vigilanza alla luce, ad esempio, delle numerose problematiche affrontate dagli organismi di soluzione stragiudiziale delle controversie che alle stesse fanno capo (Abf, Acf e ora anche Aas), le quali forniscono uno spaccato concreto di possibili comportamenti "prevaricatori" degli intermediari, ovvero di atteggiamenti incauti e leggeri di clientela con limitata cultura finanziaria[65].

Questo riconoscimento normativo al momento è contenuto solo nel TUF e coinvolge oltre alla Consob anche la Banca d'Italia in ragione delle funzioni di vigilanza alla stessa riconosciute sugli intermediari del mercato mobiliare. Verrebbe da chiedersi se, data la trasversalità della materia (come testimoniano i testi normativi sopra richiamati), la modifica nel futuro sarà estesa anche agli altri plessi regolatori del mercato finanziario. La sede del d.lgs. 47/2026 non era evidentemente adatta, dato che nasce da una delega circoscritta e collegata anche alla revisione del tema dell'educazione finanziaria a valenza più ampia trattata nei precedenti e anche risalenti provvedimenti normativi. Rispetto al TUB il mancato coinvolgimento si giustifica poi da un lato per il fatto che la modifica del TUF attrae comunque la Banca d'Italia con obiettivo rivolto alla tutela degli investitori, tra cui *naturaliter* possono collocarsi anche gli stessi risparmiatori, ma, dall'altro lato, anche perché la stessa è già attirata nel corposo disposto normativo dedicato dal TUB alla "vigilanza di tutela" verso le controparti più vulnerabili. Quello che appare possibile è che «se il risparmiatore è messo in condizione di difendersi da solo nei confronti di prodotti finanziari mal disegnati o mal venduti, perché ha una cultura

64 Si v. al link https://www.covip.it/per-il-cittadino.

65 Si v. a titolo di esempio la documentazione che si può trovare sul sito dell'Arbitro bancario e finanziario *https://www.arbitrobancariofinanziario.it/?dotcache=refresh.*

finanziaria, la tutela è più efficace»[66].

b. Se la necessità di integrare le finalità della vigilanza di cui all'art. 5 TUF persegue il "rafforzamento" dell'educazione finanziaria, viene allora da domandarsi perché si sia scelta una formula che proietta il riconoscimento del TUF su un sentiero prevalentemente "programmatico", e in presenza di un parallelo quadro normativo che, a livello diciamo di *soft law,* metteva in campo tutte le autorità di vigilanza del sistema finanziario e le altre parti interessate anche sotto l'egida del MEF.

Anche le ulteriori motivazioni contenute nella *Relazione* non sembrano particolarmente convincenti.

Si legge che la modifica intende permettere alla Banca d'Italia e alla Consob «di esercitare i propri poteri di vigilanza allo scopo sia di orientare la propria attività istituzionale alla promozione dell'educazione finanziaria e al risparmio dei cittadini, sia di assicurare che l'attività di tutti gli operatori sia sempre ispirata ai principi di correttezza e di sana e prudente gestione».

Rispetto al primo punto, può osservarsi che siamo già in presenza di un'attività di tipo promozionale ampiamente documentata sui siti istituzionali, sollecitata anche dagli interventi normativi sopra richiamati, il cui effetto è proprio quello di rendere vieppiù avveduti i cittadini "educandoli" ad un risparmio maggiormente consapevole. Ma anche rispetto al secondo aspetto può dirsi che si ribadisce l'evidenza: posto che restano fermi nel TUF sia il riparto di competenze sia i destinatari, le autorità di vigilanza hanno già come parte integrante della loro attività l'assicurare il rispetto dei principi di correttezza (rientrante nel raggio di azione della Consob) e di sana e prudente gestione (di spettanza della Banca d'Italia), salvaguardando in tal modo in via mediata il risparmio che gli investitori affidano agli intermediari; in tal senso, del resto, è già orientato lo stesso art. 5 TUF.

Colpisce nella *Relazione* la stessa sintesi proposta con riguardo all'inserimento dell'educazione finanziaria tra le finalità della vigilanza, lo scopo sarebbe infatti quello di «fornire alle autorità gli strumenti necessari per alimentare ulteriormente, e in modo virtuoso, sia la consapevolezza dei cittadini verso il settore finanziario, sia il buon funzionamento del mercato nazionale complessivamente considerato».

Il problema, però, è che si parla di strumenti senza incidere sui loro poteri regolamentari. Ci si muove a livello di "potenzialità". Di primo acchito, quanto letto sembra addirittura una critica alle autorità di vigilanza, la cui attività svolta sul piano istituzionale non

66 Così S. Rossi, *Educazione finanziaria per la crescita dell'Italia, l'informazione, la tutela del risparmio, la sostenibilità e la cultura*, cit., 3. Si segnala che al tema della vigilanza di tutela è stato dedicato il secondo incontro di studi svoltosi a Palermo e organizzato da ADDE, in collaborazione con la Banca d'Italia, per il trentennale del TUB: si v. in particolare R. Natoli, *Intervento di apertura,* in Banca d'Italia, *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time. Atti dei workshops*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale,* febbraio 2024, 145 ss.

risulterebbe sufficiente, mentre la loro azione sul mercato parrebbe non esprimersi al meglio.

In buona sostanza non mi pare che la *Relazione* fornisca efficaci risposte sulle ragioni dell'introduzione dell'educazione finanziaria nel TUF. Lo stesso presidente della CONSOB, del resto, ha sottolineato come l'inserimento, tra gli interventi di carattere generale, della promozione dell'educazione finanziaria tra gli obiettivi della vigilanza, «*accanto* alla tutela degli investitori (art. 5, TUF), si colloca nel solco tracciato dalla Legge Capitali [...]. Innalzare le competenze finanziarie degli italiani è, infatti, una delle azioni necessarie per promuovere la partecipazione ai mercati dei capitali e colmare il divario di competenze rispetto ad altri Paesi»[67].

c. L'ingresso dell'educazione finanziaria nel TUF, per quanto sfuocato e di facciata, può comunque trovare altre chiavi di lettura. Il fatto di innestarsi sui provvedimenti normativi esistenti in tema di educazione/alfabetizzazione finanziaria consente di aprire un ulteriore scenario: *(i)* mentre nel caso della legge sull'insegnamento scolastico – che diventa strumentale allo scopo già perseguito con il decreto salva risparmio – l'intervento si sostanzia in un'attività di tipo promozionale rivolta ad un pubblico dai confini ampi, *(ii)* la modifica del TUF punta invece lo sguardo su un obiettivo specifico, gli investitori, ovvero le controparti degli intermediari regolati dal TUF, per i quali il legislatore prospetta un rafforzamento di tutela che dovrà trovare forme e modi che affiancano e vanno oltre i consueti presidi previsti dal TUF rispetto alla profilazione della clientela e alla c.d. *product governance*[68]. La modifica assume interesse nella misura in cui potrà meglio orientare l'azione delle autorità di vigilanza sul piano, ad esempio, della formazione da parte degli intermediari dei loro dipendenti e dei consulenti finanziari. Va infatti tenuto presente che da un'indagine dell'*Eurobarometr*o volta a monitorare il livello di alfabetizzazione finanziaria nell'UE, emerge che nel 2023 «solo il 38% dei consumatori» era «certo che la consulenza in materia di investimenti» ricevuta dagli intermediari fosse

67 Si v. *Audizione del Presidente della CONSOB Paolo Savona,* alle Commissioni Riunite Giustizia e Finanze, sull' *Atto del Governo n. 331*, relativo allo schema di decreto di riforma del TUF, Roma 27 novembre 2025, in part. 6 s. (al link *https://www.consob.it/documents/d/asset-library-1912910/audizione_savona_20251127_4*).

68 Di recente per un inquadramento della prestazione dei servizi di investimento (anche sul piano dell'*enforcement* delle regole di comportamento) si v. A. Perrone, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2024[4], Milano, 213 ss.

«principalmente» nel loro «migliore interesse»[69]. Il collegamento che il nuovo art. 5 del TUF instaura tra educazione finanziaria e sfera della tutela degli investitori dovrebbe rendere, in un contesto di incessante rinnovamento normativo e di cambiamenti epocali indotti dalla digitalizzazione della finanza, maggiormente incisiva l'azione di Banca d'Italia e Consob (anche sul piano informativo e ispettivo), rispetto agli obblighi di curare al meglio preparazione e approccio a carico di coloro che si trovano in prima linea nel rapporto con gli investitori, prestando l'attività di consulenza ai sensi del TUF, agendo al contempo e con fermezza sul piano dei conflitti di interessi.

Una seconda chiave di lettura guarda invece al *de jure condendo* e in particolare all'avanzamento dell'integrazione europea che sta coinvolgendo la *Capital markets union*-CMU, collegata alla *Saving and investments union*-SIU, anche sulla scorta dei rapporti Draghi[70] e Letta[71]. Si è fatto cenno alla diversa portata delle modifiche introdotte con la riforma del TUF: mentre nel comunicato stampa del governo dell'ottobre 2025 ci si riferisce ai presidi verso i rischi di mercato, nella modifica dell'art. 5, l'educazione finanziaria fa invece da *pendant* alla tutela degli investitori, riferimento particolarmente strumentale nell'ottica della SIU.

---

69 Si v. la Proposta di direttiva che modifica *le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final 2023/0167 (COD) Bruxelles, 24 maggio 2023, 2, reperibile in *eur-lex.europa.eu*). Interessante anche l'individuazione da parte della Commissione di una serie di significativi problemi incontrati nel percorso degli investitori al dettaglio, i quali riducono la loro capacità di sfruttare appieno i mercati dei capitali: «1) gli investitori al dettaglio hanno difficoltà ad accedere a informazioni pertinenti, comparabili e facilmente comprensibili sui prodotti di investimento che li aiutino a compiere scelte di investimento informate; 2) gli investitori al dettaglio sono esposti al rischio crescente di essere impropriamente influenzati da informazioni di marketing non realistiche attraverso i canali digitali e da pratiche di marketing ingannevoli; 3) il modo in cui i prodotti sono realizzati e distribuiti presenta carenze legate a conflitti di interessi che possono derivare dal pagamento di incentivi tra realizzatori e distributori dei prodotti; e 4) alcuni prodotti di investimento comportano costi ingiustificatamente elevati e di conseguenza non sempre offrono un buon rapporto costi/benefici all'investitore al dettaglio. Anche le differenze nella concezione delle norme tra uno strumento giuridico e l'altro sono potenzialmente in grado di indurre in confusione e determinare livelli diversi di tutela degli investitori. Questi problemi minano la fiducia degli investitori al dettaglio nei mercati dei capitali», in part. 2.

70 In *The future of European competitiveness. Part A | A competitiveness strategy for Europe*, del Rapporto Draghi si sottolinea come «integrating Europe's capital markets to better channel high household savings towards productive investments in the EU will be essential», in part. 14 (scaricabile, insieme ad altri documenti, al link *https://commission.europa.eu/topics/competitiveness/draghi-report_en*).

71 Nel Rapporto Letta si sottolinea come lo "straordinario" ammontare di risparmi privati (intorno ai 33 trilioni di euro) transitino prevalentemente nei depositi e non venga sfruttata per le esigenze strategiche dell'UE, ma non solo: si dà atto del forte dirottamento dei risparmi delle famiglie europee (nell'ordine di 300 miliardi di euro) verso mercati esteri e soprattutto americani, in conseguenza della frammentazione dei nostri mercati finanziari: si v. E. Letta, *Much more than a market. Speed, security, solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, April 2024, in part. 11, reperibile anche in *consilium.europa.eu*; il punto continua ad attirare l'attenzione anche della stampa: cfr. F. Bertolino, *Il risparmio europeo alimenta il sogno americano: ogni anno le famiglie Ue investono 300 miliardi negli Stati Uniti*, 16 marzo 2026, reperibile in *www.corriere.it*.

Con la Legge capitali e il tentativo del governo di introdurre nel TUF tra le finalità di vigilanza l'educazione finanziaria, alla base si rinvengono motivazioni che si agganciano direttamente al rafforzamento dell'UE che vede nella CMU/SIU l'opportunità di creare un mercato dei capitali non frammentato che possa rispondere al meglio alle esigenze di investimento e di espansione delle imprese dell'Unione[72].

Posto che l'UE «presenta uno dei tassi di risparmio individuali più elevati al mondo», nel nuovo piano d'azione della Commissione, sull'Unione dei mercati dei capitali, del settembre 2020, l'obiettivo era di far sì che l'UE venisse percepita come «un luogo più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine». L'Azione n. 7 preannunciava una valutazione della Commissione circa la fattibilità di un «quadro europeo delle competenze finanziarie», da tradursi nell'introduzione di un obbligo per gli stati membri di «promuovere misure di apprendimento a sostegno dell'educazione finanziaria, in particolare in relazione all'investimento responsabile a lungo termine» [73]. In effetti un parere del CESE, a commento della *Comunicazione* su tale "piano d'azione", sosteneva la necessità di «utilizzare meglio il risparmio accumulato in Europa, un risparmio consistente se comparato ad altre regioni del mondo», ritenendo che un «presupposto generale per il raggiungimento di tale obiettivo è una migliore educazione finanziaria dei cittadini europei»; si raccomandava pertanto di individuare e promuovere le prassi e le esperienze nazionali migliori «sviluppate a partire dall'insegnamento e dall'apprendimento», ma non solo si esortava «in particolare a inserire l'alfabetizzazione finanziaria nella futura revisione del quadro delle competenze chiave»[74]. Interessa comunque segnalare come la stessa Commissione riconoscesse i limiti dell'alfabetizzazione finanziaria se gli investitori al dettaglio non fossero stati «opportunamente protetti rispetto alla complessità del sistema finanziario» e se il ruolo di «guardiani del sistema finanziario» svolto dai consulenti finanziari non fosse stato accompagnato da un miglioramento degli standard professionali da rendere comuni tra gli stati membri. La critica, è importante notarlo, andava comunque anche verso la disciplina normativa

72 Per qualche riflessione sulle prospettive dell'integrazione europea rinvio al mio *Unione bancaria e mercato unico dei capitali: qualche riflessione su sinergie e ostacoli anche nella prospettiva della "SIU"*, in *European law and finance review*, 2025, 1, 90 ss. (rivista consultabile al link *https://www.europeanlawandfinancereview.com/*).

73 Si v. *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano d'azione"» COM(2020) 590 final*, del 24 settembre 2020; si v. il par. 2 e il quadro *Azione* 7.

74 Si v. *Parere* del Comitato economico e sociale europeo relativo alla *Comunicazione* della Commissione su "Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano d'azione", 24 febbraio 2021, cfr. il punto 1.6, a p. 21, reperibile in *eur-lex.europa.eu*.

e le esistenti misure di salvaguardia volte a proteggere gli investitori[75].

In questo contesto di cambiamenti va altresì tenuto presente, sempre sul piano del *de jure condendo*, il nuovo quadro normativo prefigurato dalla *retail investment strategy*-RIS, destinata a creare le condizioni necessarie per aumentare la partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati dei capitali[76]. Proposta ormai in dirittura di arrivo (a dicembre si è registrato l'accordo politico tra i co-legislatori), con i relativi impatti sui modelli operativi degli intermediari. Infatti si rafforzano vecchi principi (come quello del *value for money* particolarmente impattante su produttori e distributori), si prevedono requisiti più stringenti per gli *inducements*, per l'informativa su costi, oneri e rischiosità degli strumenti finanziari, per le comunicazioni di marketing (l'occhio va anche sul *finfluencer*)[77], nonché interventi volti a rivedere i requisiti di adeguatezza e i

75 Si riporta per intero il commento della Commissione all'Azione 7 contenuta nella *Comunicazione* poc'anzi citata: «Sebbene l'alfabetizzazione finanziaria sia fondamentale per un processo decisionale efficace, gli investitori al dettaglio dovrebbero altresì essere opportunamente protetti rispetto alle complessità del sistema finanziario. Le norme UE hanno già fissato misure di salvaguardia destinate a proteggere gli investitori, anche attraverso la comunicazione di informazioni sui prodotti finanziari. Spesso i documenti prodotti ai sensi delle diverse norme sono tuttavia percepiti come lunghi, complessi, difficili da comprendere, fuorvianti e incoerenti, di conseguenza tali documenti non forniscono una buona base per consentire agli investitori al dettaglio di prendere decisioni».

«Tali documenti possono determinare altresì un sovraccarico di informazioni per gli investitori sofisticati che potrebbero non necessitare delle medesime informazioni e misure di salvaguardia necessarie per gli investitori non esperti. Per i prestatori di servizi finanziari è inutilmente oneroso produrre tali documenti. Inoltre, si teme che gli incentivi pagati dagli ideatori di prodotti d'investimento ai distributori possano creare conflitti di interesse che incidono negativamente sulla qualità e sull'obiettività dei consulenti finanziari, nonostante le salvaguardie esistenti».

«*I consulenti finanziari* svolgono un ruolo fondamentale come guardiani del sistema finanziario. Tuttavia il loro livello di qualifiche, conoscenze e competenze continua a differire tra gli Stati membri. Al fine di ridurre il rischio di vendite abusive, anche in relazione alla sostenibilità, aumentare la fiducia dei singoli investitori nella consulenza e creare condizioni di parità per gli operatori di mercato che offrono consulenza in diversi Stati membri, è opportuno fissare o migliorare ulteriormente alcuni standard professionali per i consulenti». La Commissione ritorna sul tema dell'alfabetizzazione finanziaria anche nella *Comunicazione* su *Unione dei mercati dei capitali – Risultati conseguiti un anno dopo il piano d'azione*, COM(2021) 720 final, Bruxelles, 25 novembre 2021, pubblicata anche in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, II, 3 ss., con commento a p. 20 ss. di A. Brozzetti, *La transizione verso la Capital markets union (CMU): la tappa del novembre 2021*, si v. in particolare il punto 3.3. dove la Commissione fa presente la collaborazione con l'OCSE e gli stati membri riguardo ai lavori per realizzare un quadro delle competenze per i giovani e per i cittadini dell'UE, cfr. 14 s.

76 Si v. *Proposta di direttiva* del Parlamento Europeo e del Consiglio *che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final 2023/0167 (COD), Bruxelles, 24 maggio 2023.

77 Sul punto si v. ESMA-CONSOB, *FINFLUENCER. Suggerimenti per una promozione responsabile*, 2025, reperibile in *www.consob.it*.

criteri per valutare i clienti professionali su richiesta[78].

Resta in ogni caso il problema, sottolineato dallo stesso Parlamento europeo, che nell'ottica della CMU la mobilitazione della domanda *retail*, e quindi una maggiore partecipazione ai mercati dei capitali, è subordinata «a un cambiamento della cultura dell'investimento», che potrà verificarsi «soltanto quando gli investitori al dettaglio saranno convinti del fatto che investire nei mercati finanziari è auspicabile, pur correndo rischi accettabili e chiaramente definiti»[79]. Nella *Relazione* alla RSI si sottolinea altresì come la «mancanza di fiducia» sia tra i motivi che frenano la potenziale crescita dei mercati dei capitali, aggiungendo che la scarsa alfabetizzazione finanziaria nell'UE rende per «troppe persone» il sistema finanziario «complesso e impenetrabile», e che il miglioramento della stessa è diventato «una delle priorità fondamentali della Commissione»[80].

d. In buona sostanza, il legislatore del TUF ha alle spalle un quadro normativo europeo, anche sul fronte del *de jure condendo*, che cerca un sostegno nell'educazione/alfabetizzazione finanziaria, ritenuta un indispensabile *punctum movens* per dirottare il (favorire il travaso del) risparmio parcheggiato nei depositi bancari verso il mercato dei capitali. Insomma, si prefigura una traiettoria che auspica un cambio di veste: dal "risparmiatore" all'"investitore", sostenuto – peraltro e da tempo – dalle stesse banche di tipo tradizionale, alle prese con una regolamentazione prudenziale che ha reso maggiormente "costosa" (in termini di assorbimento del capitale) l'erogazione del credito e pertanto vieppiù orientate verso il *business model* proprio delle banche d'investimento.

La spiegazione sulla necessità di integrare l'art. 5 TUF alla luce di questo scenario può reggere ma, a mio avviso, resta poco convincente al pari della stessa sensibilizzazione dell'attività delle autorità di vigilanza verso gli intermediari ed i "guardiani del sistema finanziario": mi permetterei di dire con Riccardo Cocciante che *Era già tutto previsto*.

Di diritto e nei fatti la promozione dell'educazione finanziaria, grazie anche agli stimoli OCSE ed europei, nonché alle disposizioni contenute nel "decreto salva risparmio", risultava ampiamente introiettata nell'attività non solo della Banca d'Italia e della Consob, ma anche delle altre autorità di vigilanza settoriali e delle parti sociali interessate.

78 Fra i molti, da ultimo si v. sul tema F. Corielli, D. Costa, M. Gentile, F. Saita**,** *Retail investors and sustainable finance. Sustainable finance literacy, overconfidence and the role of information and advisors,* in *Quaderni di finanza* della Consob, n. 90, dicembre 2025.

79 Si v., *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 ottobre 2020 sull'ulteriore sviluppo dell'Unione dei mercati dei capitali: migliorare l'accesso al finanziamento sul mercato dei capitali, in particolare per le PMI, e accrescere la partecipazione degli investitori non professionali* (2020/2036(INI)), 8 ottobre 2020, punto O, reperibile in *https://www.europarl.europa.eu*.

80 Si v. la *Relazione* alla *Proposta* sulla RSI, richiamata a nt. 76, in part. 2; cfr. altresì *EU to boost financial literacy and investment opportunities for citizens,* cit.

5. Qualche ulteriore riflessione conclusiva sulla "cultura" finanziaria e sui diritti dei "cittadini"

a. L'introduzione dell'educazione finanziaria nel TUF, con modalità peraltro fortemente annacquata rispetto all'ipotesi originaria, dato che dal possibile "comando prescrittivo" si è passati ad una indicazione comportamentale, può trovare un'ulteriore chiave di lettura che resta ancorata ai "cantieri aperti" sul fronte della maggiore integrazione del mercato europeo dei capitali[81], ma che in un certo qual modo può avere una lungimiranza (mi sia permesso) un po' maliziosa.

Grazie all'esperienza maturata (da sei anni sono nel consiglio di reggenza della sede fiorentina della Banca d'Italia) ho notato come, con il ridimensionamento delle funzioni di vigilanza, a seguito della centralizzazione delle stesse nella BCE e altresì con la diminuzione della circolazione del contante **–** attività non compensate dai restanti compiti riferiti alle banche *less significant* (specie sempre più in via di estinzione) e agli intermediari finanziari non bancari **–**, si siano verificatati, da un lato, una progressiva chiusura delle filiali della Banca d'Italia[82] e, dall'altro lato, un incremento di attività collaterali a quelle consuete di studi economici, tra le quali l'organizzazione di numerose iniziative rivolte a diversi destinatari su temi ruotanti intorno all'educazione/alfabetizzazione finanziaria[83]. La stessa attrazione, pur con le necessarie paratie, dell'Ivass nell'orbita della Banca d'Italia ha dato la possibilità di meglio valorizzarne il personale con distacchi verso la prima.

Si è visto che il tema dell'*investor education* è già al centro dell'attività divulgativa presente sul sito della Consob, e ne danno ulteriore testimonianza i numerosi lavori pub-

81 Come ha sottolineato il sottosegretario all'economia Federico Freni al richiamato convegno napoletano del 9-10 aprile 2026, la stessa riforma del TUF non costituisce un traguardo ma un punto di partenza: si v. l'articolo di A. Criscione, *Mercati finanziari. La riforma del Tuf resta un cantiere aperto*, su *Il Sole-24 Ore*, 11 aprile 2026, 13.

82 Sotto il governatorato Draghi nel 2008 era partito il maxi-taglio di circa 100 filiali, comprendenti anche sedi dismesse – ad es. a Siena il Palazzo delle Papesse – il piano di vendite immobiliari a giugno 2025 indica ancora 25 filiali disponibili per la vendita: cfr. al link *https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/beni-immobili/dismissioni-immobiliari/Elenco_ex_Filiali_per_la_vendita.pdf*.

83 Nella sede di Firenze la *Divisione tutela della clientela ed educazione finanziaria*, affianca la *Divisione Vigilanza*; in questi anni ho visto partire il progetto *Educazione finanziaria: dalla scuola al territorio*, con la brochure *Le iniziative di educazione finanziaria* destinate ai giovani (con interventi nelle scuole, la partecipazione alla *Global Money Week*, percorsi di *ex* PCTO, formazione scuola-lavoro); ho avuto notizia: di progetti rivolti agli adulti, attraverso corsi base di economia, nonché alle donne, con iniziative sulla violenza economica, e alle piccole imprese; di iniziative, come il mese di educazione finanziaria, in viaggio con la Banca d'Italia ecc. rivolte a tutti. So che stanno prendendo avvio interviste in RAI su tematiche di educazione finanziaria e di stretta attualità, con la partecipazione di dipendenti della Banca nel programma "Buongiorno Regione". La forte attenzione della Banca d'Italia verso tali temi ha determinato un completo rinnovamento del proprio sito online nel giugno 2025 (si v. *https://www.bancaditalia.it/compiti/tutela-educazione/*). Per una visione d'assieme dell'attività della stessa si può anche vedere la brochure *Le iniziative di educazione finanziaria. Giovani, Adulti, Per tutti*, al link *https://economiapertutti.bancaditalia.it/documenti/chi-siamo/Brochure_eventi_iniziative_educazione_finanziaria.pdf*.

blicati e le iniziative via intraprese[84]. Il tutto con sullo sfondo l'iniziale spinta gentile dell'OCSE e dello stesso legislatore europeo, poi tramutatasi anche nei provvedimenti normativi richiamati.

Ebbene, l'aumento di passo dei richiamati piani di azione per la CMU/SIU sul piano del *de jure condendo*, sostenuto anche dalle nuove strategie di tutela per gli investitori al dettaglio[85], che in sinergia con l'Unione bancaria porterà *medio tempore* alla creazione di una piazza finanziaria nell'UE dotata di un'architettura di supervisione sempre più accentrata e di un mercato governato da un *single rulebook* e del tutto *cross-border*, lasciano intravedere per la Consob, al pari della Banca d'Italia, una progressiva ricalibrazione di finalità e poteri di vigilanza, resi sempre più funzionali e strumentali alle esigenze di stabilità di un mercato a dimensione UE.

Creare allora i presupposti, anche sulla base degli insegnamenti della *Nudge Theory*[86], per accrescere la fiducia degli investitori al dettaglio, diventerà un obiettivo obbligato per incrementare i livelli di partecipazione degli stessi al mercato dei capitali, erodendo quei freni che limitano il potenziale di crescita del medesimo. In quest'ottica l'"educazione finanziaria" costituirà sempre più l'*humus* ritenuto essenziale per spingere gli investitori a sostenere con i loro risparmi le imprese europee. Di talché la sua introduzione nell'art. 5 TUF potrà alimentarsi della forza dallo stesso esprssa, e consentirà alle autorità di vigilanza di coprire quegli spazi lasciati liberi dalla centralizzazione delle funzioni regolatorie e di supervisione.

b. Prendendo a prestito le espressioni del collega ed amico Francesco Vella, direi che il legislatore con riferimento alla promozione dell'educazione finanziaria e della sostenibilità ha optato per una regola più silenziosa per la prima e più rumorosa per la seconda[87], probabilmente anche con la consapevolezza che anche le "acque chete" possono avere forti impatti. Mi pare questo il caso nella prospettiva indicata: la modifica dell'art. 5 TUF servirà a rafforzare il nuovo ponte che si intende costruire tra autorità nazionali

84 Si v. al link *https://www.consob.it/web/investor-education*.

85 Di recente si v. *L'UE promuove l'alfabetizzazione finanziaria e le opportunità di investimento per i cittadini*, Bruxelles, 30 settembre 2025, comunicato stampa, con cui si preannunciano 2 iniziative per portare avanti l'Unione del risparmio e degli investimenti e per introdurre un modello per i conti di risparmio e investimento sotto forma di raccomandazione rivolta dalla Commissione agli stati membri (reperibile in *ec.europa.eu/commission*). Tra le iniziative che accompagnano la SIU rientra anche la già richiamata *Comunicazione* sulla *strategia per la promozione dell'alfabetizzazione finanziaria nell'UE,* sempre del 30 settembre, nonché la nascita di una *Rete europea degli ambasciatori per l'educazione finanziaria*: si v. il comunicato stampa della Commissione europea del 16 marzo 2026, *Commissioner Albuquerque convenes first meeting of financial literacy ambassadors* reperibile in *finance.ec.europa.eu* (notizia presente anche sul sito del MEF: *https://www.dt.mef.gov.it/it/news/2026/ambasciatori_educazione_finanziaria.html*).

86 Fra i molti si v. N. Rangone, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, cit.; M. Novarese, *Educazione finanziaria e regolamentazione: riflessioni di economia cognitiva,* in *Analisi giur. econ.*, 2012, 97 ss.; tra gli economisti bancari si v. R. Bertelli, *Il comportamento degli investitori durante le crisi. Che cosa insegna l'esperienza degli ultimi 20 anni,* in *Banche e banchieri,* 2016, n. 4, 450 ss.

87 Si v. F. Vella, *Diritto ed economia comportamentale,* Bologna, 2023, 58 ss.

ed europee.

Quindi, tornando alle iniziali motivazioni del legislatore, se la modifica del TUF è stata mossa dall'obiettivo di presidiare i rischi di mercato, il potenziamento dell'educazione finanziaria potrà contribuire ad arginare il rischio dell'irrazionalità innalzando il livello di fiducia dell'investitore e di conseguenza della stabilità del sistema finanziario.

Resta sottinteso che questo potrà avvenire solo e nella misura in cui tutti gli attori coinvolti nel funzionamento di quest'ultimo abbiano ben evidenti gli interessi e i diritti da tutelare (l'art. 24-*bis* ha ora messo in *pole position* risparmio e investimenti), con la certezza che se crollano i pilastri su cui si regge la fiducia, se il sistema non è ben presidiato e lasciato virare verso intenti speculativi che allontanano da un'economia reale orami sovrastata dal crescente debito globale[88], prima o poi la "bolla" (la storia più recente ce ne ha data ulteriore riprova) scoppierà[89].

Il tutto per ribadire che l'educazione finanziaria può fare ben poco, rispetto a *light touch* della supervisione o a fallimenti della regolazione del mercato e soprattutto alle dinamiche che muovono gli investitori, tutt'altro che razionali in questi frangenti come ha ben evidenziato l'economia comportamentale.

c. Il problema è che solo nel tempo avremo il riscontro dell'efficacia delle azioni portate avanti ormai da più lustri sul piano dell'alfabetizzazione/educazione finanziaria. A parte la considerazione sulla "neutralità" della filosofia (non scontata) che dovrebbe ispirare questo processo, la sfida è anche sottesa alla validità del binomio scelto, che unisce al termine "educazione" l'aggettivo "finanziaria".

Per un verso vanno infatti considerati: *(i)* il sempre maggiore affiancamento al concetto economico di "rischio" di quello di "incertezza"; *(ii)* i tecnicismi esasperati connessi ai temi economico-finanziari; *(iii)* la crescente complessità dei mercati (mossi da comportamenti che la tecnologia rende vieppiù speculativi) unita alla sofisticazione di prodotti supportata dal mondo digitale. Il tutto nel quadro dell'obiettivo posto per l'"educazione finanziaria" di fornire ai cittadini strumenti per comprendere sia «i benefici e i rischi connessi agli investimenti» sia «la consulenza che ricevono» al fine di «prendere decisioni finanziarie nel proprio migliore interesse», senza però che questo comporti che gli stessi «debbano diventare esperti in servizi finanziari», poiché nel concreto l'intento è che dispongano «della fiducia, delle conoscenze e delle informazioni necessa-

88 Nell'ultimo rapporto del World Economic Forum, *The Globa Risks. Report 2026, 21st Edition. Insight Report*, 2026, reperibile anche in *astrid-online.it*, si dà atto della crescente e smisurata finanziarizzazione dell'economia, infatti il «Total global debt (government plus private sector) stood at $251 trillion or 235% of GDP in 2024», 41; sottolinea tra le conseguenze il rischio di fuga dallo stesso mercato dei titoli di stato C. Cottarelli, *Debito in crescita e rischi globali per l'economia*, su *L'Espresso*, 27 aprile 2026, reperibile anche in *lespresso.it*.

89 Fra i molti, si v. M.T. Paracampo, *Educazione finanziaria e protezione dei risparmiatori: miti e realtà*, in *Analisi giur. econ.*, 2010, 535 ss.

rie» per poter «soddisfare le loro esigenze finanziarie»[90].

In quest'ottica, e per altro verso, si accrescono i dubbi sull'uso comune, ripreso anche dal legislatore, del termine "educazione". Questo proviene dal latino *educatio-onis*, derivato di *educare,* intensivo di *educĕre*, che vuol dire – si badi bene – «trarre fuori». E infatti i dizionari lo collegano allo sviluppo di facoltà ed attitudini, che però mal si conciliano con il tecnicismo spesso astruso connesso alle attività e ai servizi di investimento. Tanto che nei molteplici esempi fatti dallo stesso Treccani l'educazione non viene mai affiancata dal termine "finanziaria".

Ribadirei quindi anzitutto la mia preferenza per il termine "cultura" finanziaria. Per la diffusione di questa ritengo che il ruolo importante e strategico riservato alla consulenza finanziaria imponga che questa si dotata di accentuata e completa indipendenza (garantita da un efficace presidio dei conflitti di interessi) e diffusa competenza sul piano delle conoscenze, acquisibili con formazione continua ed esperienza sul campo[91].

d. Il problema è anche quello dei cambiamenti epocali indotti dall'avvento del digitale con i correlati ed insidiosi rischi[92]. I ragazzi, investitori di domani, ormai lo incontrano già dalla prima infanzia e il recente risultato elettorale al referendum sulla giustizia ha dimostrato come i giovani, nel mare dei media che accompagna le loro giornate si muovono sicuramente meglio dei loro genitori, sanno ben navigarci per pescare ciò che interessa loro. Insomma soprattutto i nativi digitali sono cresciuti respirando quest'aria nuova e ci hanno dato dimostrazione di come la rete non sia per loro un semplice asservimento. Pertanto, l'ulteriore sfida per l'alfabetizzazione/educazione finanziaria sarà quella, da un lato, di sviluppare un approccio critico verso le fonti di informazioni nonché, dall'altro lato, di raggiungere coloro che hanno sviluppato connessioni mentali e ritmi profondamente diversi, con modalità a loro congegnali, tenendo presente che alla scuola si affianca sempre più come fonte di conoscenza la realtà virtuale, con i re-

90 Tanto si legge nella *Relazione* alla proposta di direttiva RSI, cit., 2. Sul tema, fra i molti, si possono v. C. Cruciani, G. Gardenal, A. Moretti, *Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale,* in *Banca imp. soc.*, 2015, 113 ss.; rispetto alla percezione dell'alto livello di incertezza nelle traiettorie di vita giovanili si v. V. Moiso, E.E. Rinaldi, *A lezione di incertezza. Un laboratorio di economia e creatività per scuole primarie,* in *Scuolademocratica,* 2020, n. 2, 285 ss.; sul fatto che in genere siano poi «i soggetti più istruiti a beneficiare dell'alfabetizzazione finanziaria» si v. E. Cavezzali, G. Gardenal, U. Rigoni, *Alfabetizzazione finanziaria e asset allocation dei non esperti: uno studio sperimentale*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, 107 ss., in part. 119.

91 Al momento gli stessi confini della consulenza non sono facilmente individuabili: si v. di recente ACF, decisione 26 gennaio 2026, ricorso n. 11953, riguardante la prassi dei "consigli informali" e la responsabilità della banca; se ne veda il commento reperibile in *iusletter.com.* In dottrina si v. in part. N. Linciano, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse,* in *Analisi giur. econ.*, 2012, 135 ss.; tra gli economisti bancari sensibili al tema della "cultura finanziaria" si v. R. Bertelli, *Il consulente educatore,* in *WSI-Wall Street Italia*, aprile 2024, 24 ss.

92 Si v. l'intensa attività, visibile sul sito della Consob, per il contrasto di siti web che offrono servizi di investimento in modo abusivo: *Occhio alle truffe! Abusivismo finanziario: Consob oscura 11 siti internet.*

lativi rischi, tra i quali anche l'auto-confinamento «nelle proprie bolle informative»[93]. La rete ed i social sono diventati corsie preferenziali per organizzare truffe economiche e finanziarie, vanno quindi precostruiti gli "anticorpi" necessari per il loro contrasto[94].

Le stesse ESAs nell'ultimo *Rapporto* annuale ribadiscono come tra le priorità principali per la tutela dei consumatori resti, fra l'altro, «the advancement of digital and financial literacy»[95].

e. A questo punto probabilmente il mio compianto Maestro Franco Belli tirerebbe fuori una delle sue espressione ironiche del tipo: "Tutto bene – quindi - madama la marchesa?", per dire che non è solo così.

In effetti, considerato che accanto all'"educazione" anche il tempo libero è un bene altrettanto importante da promuovere e tutelare, immagino sarebbe d'accordo (io comunque lo sono) con chi sostiene la necessità di «garantire il diritto a essere un risparmiatore diligentemente inconsapevole», affrancato «dall'obbligo di essere "educatamente" consapevole», e sosterrebbe parimenti un'azione della regolazione volta a

93 Cfr. P. Benanti, *Dal "Daily Me" al "Daily We": democrazia, bolle algoritmiche e agenti artificiali nello spazio pubblico digitale*, 9 maggio 2026, reperibile in *linkedin.com*. Diventa, in sostanza, «centrale interrogarsi su come costruire sistemi che sostengano i processi cognitivi senza totale delega cognitiva da parte dell'utente; favoriscano lo sviluppo del pensiero critico, promuovano comportamenti sostenibili e orientati al benessere; non si limitino a simulare la relazione ma contribuiscano a preservarne la qualità»: così A. Marchetti, *AI, il nodo decisivo tra efficienza e autonomia socio-cognitiva*, su *Il Sole 24 ore* del 22 maggio 2026, 19. Ma non solo, posto che la sfida dell'educazione riguarda anche la sfera culturale, va tenuto presente il rischio che può comportare l'uso ormai massiccio dell'IA: compromissione delle capacità delle persone di imparare, comprendere ed approfondire i problemi; il dramma può infatti esser quello di abdicare «a ciò che ci rende umani, cioè la capacità di pensare». Cfr. l'intervento dello scienziato Stefano Mancuso a Linkontro di NielsenIQ, riportato dalla stampa: *Mancuso, "le piante insegnano a salvare la specie, anche dall'Ia". "Sta distruggendo la capacità delle persone di approfondire"*, 16 maggio 2026, reperibile in *www.ansa.it/*.

94 Si pensi al fenomeno del "social engineering" evoluto, che si verifica quando il truffatore non sottrae in modo diretto le credenziali di accesso al conto bancario, bensì induce la vittima ad autorizzare autonomamente l'operazione fraudolenta. In tali casi per la verifica del danno la cooperazione prestata dall'utente assume infatti decisivo rilievo: si v. di recente per un tipico caso di *phishing* con manipolazione la Decisione ABF del Collegio di Torino, n. 2715 del 26 marzo 2026, reperibile in *www.arbitrobancariofinanziario.it*. Sui rischi connessi alla cybersicurezza va segnalato il recente allarme lanciato dalla BCE al sistema bancario con riguardo al *Claude Mythos* (sviluppato da Anthropic), uno degli strumenti più avanzati nel campo della *cybersecurity*, offensivo e difensivo, per il caso in cui tale modello finisse in "mani sbagliate": cfr. C. Giua, *L'AI che spaventa la finanza: la BCE convoca le banche europee su Claude Mythos*, 25 maggio 2026, reperibile in *www.economymagazine.it*.

95 Si v. Joint Committee of the European Supervisory Authorities, *Annual Report 2025*, JC 2026 10, 24 April 2026, in part. 4, reperibile in *www.esma.europa.eu*.

rendere «meno impresa-*compliant* i processi di *product governance*»[96] degli intermediari operanti nel mercato finanziario.

In ogni caso, sforzandosi di essere ottimisti e di voler credere all'efficacia dell'"educazione finanziaria" come mezzo di autotutela del risparmiatore/investitore, va aggiunto e tenuto ben presente che la stessa potrà pure migliorare la capacità decisionale individuale, ma non sarà mai sufficiente: sono troppo ampie le asimmetrie informative, aspetto ben noto ad un "cittadino informato", e la complessità dei contratti (anche per cittadini con grado di istruzione superiore), per certi versi indotta dalla stessa normativa sulla trasparenza[97]. E soprattutto, date le dinamiche che contraddistinguono i mercati finanziari, è alto il rischio – da presidiare ed evitare – che questo processo "educativo" possa spostare e scaricare la responsabilità *as usually* dall'intermediario all'investitore/risparmiatore.

96 Cfr. A. Antonucci, *Proposte conclusive,* in *L'ordinamento bancario alla ricerca di un assetto stabile,* a cura di A. Brozzetti, Bologna, 2022, 107 ss., in part. 111 s.; sui doveri di protezione dell'intermediario da ultimo si v. R. Lener e P. Lucantoni, *Il mercato finanziario,* in *Manuale di diritto dell'economia. I mercati finanziari e dell'energia,* a cura di R. Lener, P. Corrias, Torino, 2024, 3 ss., in part. 40 ss.

97 Il rilievo e la necessità, in quest'era digitale, di modernizzare le regole di informativa precontrattuale, nonché di promuovere chiarezza e semplificazione contrattuale sono stati di recente ribaditi nell'*Audizione* alla Commissione Bicamerale per la Semplificazione di M. Rabitti, *Memoria dell'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS),* Roma, 16 aprile 2026, la quale sottolinea comunque l'importanza dell'"educazione assicurativa", in part. 10 s., reperibile in *https://www.ivass.it*.

I testi unici al tempo della deglobalizzazione

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

Sommario: 1. Il contesto politico istituzionale conta. - 1.1. Alle origini dei testi unici in materia finanziaria. - 1.2. I cambiamenti degli inizi del nuovo millennio: il declino del ruolo dei testi unici. - 2. Le ragioni economiche della riforma e i principali contenuti. - 2.1. I fatti. - 2.2. La risposta del legislatore con la riforma del testo unico della finanza. - 3. Conclusioni.

1. Il contesto politico istituzionale conta

1.1. Alle origini dei testi unici in materia finanziaria

Come ci ricorda Natalino Irti, nel famoso scritto "l'Età della decodificazione"[01], "L'esigenza di stabilità (e quindi prevedibilità dei contegni dei soggetti pubblici e privati) è certo alle radici del secolo decimonono...Il mondo della sicurezza è, dunque, il mondo dei codici, che traducono, in ordinate sequenze di articoli i valori del liberalismo ottocentesco. Il codice civile dà significato costituzionale, raccogliendo e fissando in principi la filosofia della rivoluzione borghese".

Lo scritto evidenzia che anche attraverso le forme di organizzazione delle regole è possibile leggere le idee e gli assetti politico-istituzionali che caratterizzano un determinato periodo storico.

Le riforme che hanno interessato il settore bancario e finanziario negli anni Novanta del Novecento ci sembra si collochino esattamente in questo schema ricostruttivo teorico. Il Testo unico bancario (d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385; di seguito t.u. bancario) e il Testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58; di seguito t.u. della finanza) hanno rappresentato una sorta di codificazione delle leggi speciali che si erano affastellate negli anni per regolare, da un lato, la banca e le sue attività e, dall'altro, i mercati finan-

01 N. Irti, *L'età della decodificazione*, in *Diritto e Società*, 1978, p. 613-638.

ziari e i loro protagonisti, emittenti titoli quotati e intermediari mobiliari.

Il diritto dei privati, ma soprattutto delle imprese aveva lasciato da tempo le sicurezze dei codici e si era riempito di leggi speciali (non leggi eccezionali, ma speciali) che avevano edificato, accanto al codice, un diritto portatore di esigenze, di finalità pubbliche e criteri di disciplina ignoti al vecchio sistema del codice civile.

Ciò era accaduto in realtà da molto tempo per il settore bancario (in epoca anche precedente al codice civile del 1942). Infatti, il t.u. bancario ha riordinato un insieme molto ampio di leggi speciali che si erano affiancate nel tempo alla legge bancaria del 1936[02]. Quest'ultima aveva costruito per le banche un sistema di norme che istituivano un ordinamento piramidale che Giannini descriveva come un "ordinamento sezionale del credito"[03]. Il t.u. bancario del 1993 non è testo meramente ordinatorio. Il legislatore non si è limitato a mettere insieme le leggi ed abrogarne un certo numero, ma ha realizzato un'opera di revisione degli assetti regolamentari dell'attività bancaria, una nuova legge bancaria, ispirata a principi molto diversi da quelli sottesi alla disciplina introdotta negli anni Trenta del Novecento. Eravamo negli anni in cui le direttive europee davano vita al mercato unico bancario, ispirato al principio della libera circolazione dei servizi bancari e caratterizzato da un elevato grado di concorrenza. In questo contesto, le regole di vigilanza strutturale, nate negli anni Trenta del Novecento, cedevano il passo a regole e strumenti di vigilanza prudenziale meno invasivi nelle scelte gestionali, in coerenza con l'affermazione, sancita in maniera chiara nell'art. 10 del t.u. bancario, che l'attività bancaria è attività d'impresa.

Il modello di regolazione sui mercati mobiliari ha origini più recenti in Italia, ma non in altri paesi dove è coevo al sistema di controlli pubblici sulle banche. L'esempio più rilevante sono gli Stati Uniti dove le leggi di regolamentazione dei mercati risalgono agli anni Trenta del Novecento e la *Security Exchange Commission* (SEC) è stata istituita nel 1934. La Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), invece, è stata creata nel 1974 (l. 7 giugno 1974, n. 216), come costola del Ministero del tesoro e diviene agenzia indipendente con personalità giuridica nel 1985 (l. 4 giugno 1985, n. 281) sulla scia delle *indipendent agencies* dei paesi anglosassoni. Anche in questo caso nel 1998, anno di approvazione del t.u. della finanza, il sistema era caratterizzato da un elevato numero di leggi speciali che disciplinavano intermediari e mercati mobiliari. Anche il t.u. della finanza segue di pochi anni la creazione del mercato unico dei servizi di investimento (direttiva *Eurosim*[04] 93/22/CEE), per realizzare una cornice normativa tendenzialmente onnicomprensiva e caratterizzata da un impianto coerente ispirato,

02 R.d.l. 12 marzo 1936, n. 375, modificato con r.d.l. 17 luglio 1937, n. 1400, poi convertito con modifiche con la l. 7 marzo 1938, n. 141 e l. 7 aprile 1938, n. 636.

03 M.S. Giannini, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in *Moneta e credito*, V, 1949, 112 e ss.

04 Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

per quanto concerne gli operatori mobiliari, alla libera circolazione ed offerta di servizi di investimento all'interno del mercato unico e, per quanto riguarda le società con titoli quotati in Borsa, all'idea di costruire un sistema di regole di governo societario adatte a tutelare la posizione dei soci-investitori. Con riguardo al diritto delle società, si è trattato di un cambio radicale di approccio rispetto al codice civile. Nel libro V, titolo V del codice civile, il contratto di società, che comprende anche il modello (tipo) della società per azioni, è il contratto con cui "...due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili". Insomma, si tratta, in principio, di un soggetto che entra nella società per partecipare alla gestione. Negli ordinamenti anglosassoni, dove fin dagli anni Trenta del Novecento si era diffuso il modello di *corporation* a proprietà diffusa con la separazione fra proprietà e controllo, teorizzata nel 1932 da Berle Means[05], l'azionista è un investitore non interessato a cogestire la società, ma solo a vedere accrescere il valore della sua partecipazione per effettuare un guadagno in conto capitale al momento della rivendita. Sui lavori di redazione del t.u. della finanza ebbero grande fascino gli studi che provenivano da oltreoceano, in particolare da un gruppo di studiosi di Harvard, fra cui i più noti erano di Shleifer e Visny, che pubblicarono un importante paper[06] sul ruolo della finanza per spiegare la crescita economica di un paese. In questi studi veniva anche sostenuto che le regole giocavano un ruolo cruciale per spiegare lo sviluppo dei mercati finanziari e un'analisi comparata di molti paesi mostrava che quelli il cui ordinamento era di *common law* risultavano più favorevoli allo sviluppo dei mercati finanziari, mentre nei paesi di *civil law*, come quelli dell'Europa continentale, i mercati finanziari erano meno sviluppati. Gli autori interpretavano questi dati sostenendo che le regole di *common law* erano più adatte a rafforzare la fiducia dei risparmiatori-investitori nel corretto funzionamento dei mercati, così facendo affluire più risorse a questi ultimi. Le riforme del t.u. del 1998 erano quindi improntate alla logica di aumentare la protezione degli investitori attraverso norme volte a: limitare i conflitti di interesse; consentire la rappresentanza delle minoranze azionarie nei consigli di amministrazione come strumento, non di co-gestione, ma di controllo dell'operato dei managers nominati dall'azionista controllante; facilitare il cambio del controllo con una disciplina dell'Offerta pubblica di acquisto (OPA) che serviva anch'essa come strumento di mercato di controllo del management inefficiente.

La scrittura del t.u. della finanza, come di quello precedente bancario, inoltre, si inseriva in un contesto di globalizzazione dei mercati, della circolazione dei modelli giuridici e dell'affermazione del multilateralismo per definire i migliori standard regolamentari.

Queste norme ben si collocavano nel quadro dei principi della Costituzione italiana che

05 Adolf. A. Berle, Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Chicago, Commerce Clearing House, Loose leaf Service division of the Corporation Trust Co., 1932.

06 R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, "Law and Finance", in Journal of Political Economy, vol. 106, n. 6, 1998, pp. 1113–1155

all'art 47 recita: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. Quest'articolo non parla solo di tutela del risparmio, ma anche di favorire l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. La Costituzione è stata scritta in un momento storico il cui era fondamentale favorire la crescita e lo sviluppo del nostro sistema produttivo devastato dalla guerra. Questa parte del dettato costituzionale è stato a lungo inattuato e anche poco oggetto di commenti da parte degli studiosi[07]. In un sistema in cui le banche intermediano il risparmio fin dal Quattrocento (le prime banche sono proprio nate in Italia) queste ultime hanno acquisito una posizione centrale nel finanziamento dell'economia reale; non a caso il sistema italiano, come quello tedesco è definito "banco-centrico". In questo contesto economico, i mercati finanziari, come la Borsa valori non solo erano poco sviluppati, ma gli investitori erano ricchi signori, che consigliati da agenti di cambio, investivano in maniera consapevole i propri risparmi e, in molte occasioni compravano quote rilevanti delle società che gli consentivano di controllarle. I commenti della norma costituzionale si limitavano al primo rigo: "la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio" come norma che aveva dato rango Costituzionale al sistema di regole a protezione dei depositanti bancari stabilito con la legge bancaria del 1936. Con le legge sui mercati mobiliari nate dalla seconda metà degli anni Settanta trova applicazione anche la seconda parte del dettato costituzionale e il completamento di un quadro organico di norme a tutela degli investitori renda piena applicazione all'espressione della Costituzione che parla di tutela del "risparmio in ogni sua forma" (non più solo i depositanti, ma anche chi compra azioni o obbligazioni nei mercati mobiliari).

Al nuovo contesto regolamentare degli anni Novanta del Novecento ben si applicano anche le parole di Irti: l'individuo non è più garantito in sé, ma come membro di gruppi intermedi, i risparmiatori o gli investitori nel nostro caso. La selezione degli scopi entra oramai nella competenza del legislatore. Nel nuovo ordine i testi unici fungono da leggi consolidatrici che cercano di ritrovare una unitarietà almeno settoriale.

Questa unitarietà si manifesta in principi che caratterizzano i contenuti delle norme volti alla riduzione dei controlli strutturali sul mercato e all'introduzione di controlli più *market friendly* e *incentive compatible*. È evidente la tensione verso un mercato europeo caratterizzato da concorrenza fra operatori e fra sistemi giuridici (armonizzazione minima e home country control) con l'introduzione di strumenti e modelli di protezione degli investitori mutuati dai mercati anglosassoni più sviluppati. L'unitarietà si manifesta anche sul piano della forma. I testi unici, infatti, sono connotati da un impianto onnicomprensivo (tendente alla completezza della disciplina) in cui la lettura del testo era sufficiente ad avere precisa nozione di assetti normativi, che venivano solo dettaglia-

07 Cfr. S. Cassese, *Dalla tutela del risparmio alla tutela del mercato*, in *Quaderni AMF*, III, 2025, pp.9-10.

ti nelle disposizioni delle autorità amministrative: Banca d'Italia, da un lato e Consob, dall'altra. Questo carattere era il risultato di una precisa scelta del legislatore che aveva improntato la riforma al principio della "delegificazione" che non significava deregolamentazione ma dal fatto che il TU affida al legislatore solo la definizione dei principi che devono regolare la materia e demanda ad autorità amministrative la definizione degli assetti regolamentari puntuali. Gli standard internazionali (che in un'epoca di multilateralismo erano rappresentati dagli standard concordati nel Comitato di Basilea cui aderivano i Governatori delle banche centrali dei paesi maggiormente industrializzati) e la disciplina europea venivano trasposti nell'ordinamento attraverso i Testi Unici: il recepimento dei principi sanciti nelle direttive era trasposto nel corpo normativo di rango primario, mentre le norme di dettaglio in atti di normazione secondaria delle autorità. Questo schema era pienamente coerente con il «rapporto dei saggi» (c.d. «rapporto Lamfalussy»)[08] sulla *securities regulation* in Europa, pubblicato nel novembre 2000 che per favorire l'armonizzane delle regole, non solo suggeriva di adottare in maniera più ampia il principio della armonizzazione massima, ma stabiliva una piramide regolamentare composta da quattro livelli: al primo vi erano le direttive che, in linea di massima si dovevano ispirare all'idea di stabilire solo pochi principi fondamentali (principi quadro) che avrebbero dovuto regolamentare la materia; il secondo era rappresentato da regolamenti di attuazione della Commissione, redatti in conformità di proposte di agenzie europee (create allora sulla base del rapporto) che avrebbero dovuto attuare i principi quadro; il terzo dalle misure volte a favorire l'uniforme applicazione della normativa, sempre secondo linee guida scritte dalle neonate agenzie; il quarto da una attività della Commissione di monitoraggio del rispetto del sistema regolamentare così istituito dai singoli paesi.

1.2. I cambiamenti degli inizi del nuovo millennio: il declino del ruolo dei testi unici

All'alba del nuovo millennio, la crisi finanziaria globale (2007-2009) cambia ancora lo scenario e si registra un mutamento nell'approccio normativo importante. Le regole, soprattutto quelle del settore bancario, diventano più invasive per far fronte ai fallimenti del mercato. I regolatori in tutto il mondo si erano resi conto che gli intermediari avevano avuto molte carenze nel controllo dei rischi; sono previsti requisiti di capitale più elevati e sono stabilite regole sulla governance severe. Sul piano del diritto europeo si registrano due cambiamenti importanti: il principio di concorrenza fra gli ordinamenti viene sostituito con quello di raggiungere una sostanziale ed esaustiva uniformità delle regole; il modello di regolamentazione su quattro livelli stabilito da Lamfalussy, se pur in principio conservato, viene di fatto tradito nel suo spirito originario. Le direttive di primo livello, che dovevano stabilire i principi quadro, si cominciano a riempire anche di molti contenuti. Nel primo livello molte direttive vengono sostituite con regolamenti, direttamente applicabili in ogni Stato membro. I regolamenti della Commissione di secondo livello, emanati ai sensi degli articoli 290 e 291 (*Regulatory technical Standard*

08 Regulatory process in financial services - Finance - European Commission.

e Implementing Technical Standard – RTS e ITS) del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) scritti sulla base delle proposte tecniche formulate dalle Autorità di Supervisione Finanziaria (*European Banking Authority* (EBA), the *European Securities and Markets Authority* (ESMA) and the *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA)) accrescono ancora il livello di dettaglio. Questa messe di disposizioni europee, ispirate al principio dell'armonizzazione massima, fa perdere ai testi unici nazionali il ruolo di disciplina organica e completa. L'ordinamento va letto oggi attraverso un puzzle di testi normativi che si pongono a più livelli, alcuni di rango europeo ed alcuni di rango nazionale e l'ambito normativo di applicazione di questi ultimi si riduce in maniera sostanziale.

L'unica area che rimane ai margini del processo di integrazione europea è il diritto societario. In questo settore, anzi si registra un ritorno degli Stati forti e una idea di competizione fra gli ordinamenti anche all'interno dell'Unione europea. Ne sono un esempio le norme sulle Offerte Pubbliche di Acquisto (OPA) e quelle sul *Golden Power*. La disciplina dell'OPA nazionale e dell'Unione consente azioni difensive ai managers delle imprese soggette ad OPA e agli azionisti rilevanti dotati di *dual class shares*. I compromessi politici in Europa hanno bloccato l'inserimento obbligatorio della *board neutrality rule* (BNT), cioè la regola che vieta agli amministratori di attuare azioni difensive dopo il lancio dell'OPA in assenza del consenso dell'assemblea degli azionisti; oggi è regola che gli Stati possono inserire in via facoltativa nel loro ordinamento, come ha fatto l'Italia, ma consente a chi l'ha introdotta di non farla valere se nell'ordinamento della società che ha lanciato l'offerta questa regola non esiste (*reciprocity exception rule*). La direttiva inoltre non ha messo controlli su tattiche difensive preventive come la "*breakthrough rule*" per neutralizzare l'operatività delle *dual class shares*. Uno studio pubblicato sulla Harvard Law Review del 2024[09] mostra che gli Stati che hanno inserito la BNT nell'ordinamento hanno usato la *reciprocity rule* (Francia – che ha poi rimosso il *ban* nel 2014 - e Spagna); molti altri importanti Stati, come la Germania e l'Olanda hanno ignorato la regola e l'Olanda ha deciso di non inserire la regola che bloccava l'operatività delle *dual class shares* in caso di OPA.

Altro ambito che ha rafforzato i poteri Stati nazionali è quello relativo al *Golden Power*. Si tratta dei poteri di veto che uno Stato può opporre all'acquisto da parte di soggetti stranieri di partecipazioni rilevanti o di controllo in imprese che operano in settori strategici come quelli delle comunicazioni o di produzioni di armi. Le decisioni della Corte di giustizia UE prima del 2012 avevano più volte considerato questi meccanismi incompatibili con la libera circolazione dei capitali prevista dai Trattati UE quando i poteri

09 Paul L. Davies e Alain Pietrancosta, *The Defensive Measures Provisions of the EU Takeover Directive: From Ambition to Resignation to Distrust*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, Wednesday, July 24, 2024.

statali erano troppo discrezionali o sproporzionati[10]. In funzione di quest'approccio la disciplina italiana sul *Golden power* del 2012 (il d.l. 15 marzo 2012, n. 21) escludeva all'epoca controlli su operazioni di acquisizione fra imprese europee. Peraltro, con due comunicazioni, la prima del 2020[11] e la seconda del 2022[12], per ragioni eccezionali (prima la Pandemia da Covid19 e poi l'inizio del conflitto tra Russia e Ucraina) gli Stati membri sono stati invitati a effettuare controlli che non si limitavano ad imprese extraeuropee. In Italia ciò ha condotto al decreto Decreto con il d.l. 21 marzo 2022, n. 21 (c.d. «decreto Ucraina») che ha esteso l'obbligo di notifica degli acquisti di partecipazioni di controllo in imprese strategiche da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea, inclusi quelli italiani[13].

L'esempio della disciplina dell'OPA e quella del *Golden power* rappresentano una conseguenza della emersione di un Europa che, su alcuni temi che hanno a che fare con gli "interessi nazionali", opera sulla base di scelte intergovernative, mentre a livello mondiale si registra la deglobalizzazione e la fine del multilateralismo.

Anche il modello statunitense con la competizione fra gli ordinamenti degenera in una *competition in laxity* che abbandona il totem della difesa dei piccoli investitori. Il diritto del *Texas* spodesta quello del *Delaware* che offre più tutela all'azionista di controllo e consente di espropriare i diritti degli azionisti di minoranza. Esemplare il caso Tesla-Elon Musk che a seguito della invalidazione da parte della Corte del Delaware di una remunerazione pari a 6 miliardi di dollari ha spostato la sede nel più compiacente sistema

10 M. Lamandini, F. Pellegrini, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello Stato: dalla* golden share *al* golden power, in Benedettelli M., Lamandini M., Diritto societario europeo e internazionale, 2017, Utet giuridica, pp. 107 ss.

11 Commissione europea, *Comunicazione della Commissione del 26 marzo 2020 [C 99 I/1], intitolata «Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento (Ue) 2019/452 (regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti)»*, disponibile all'indirizzo https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:5 2020XC0326(03).

12 Commissione europea, *Comunicazione della Commissione del 6 aprile 2022 [C 151 I/1], intitolata «Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni»*, disponibile all'indirizzo https://eur-lex.europa.eu/ legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022XC0406(08).

13 Cfr. R. Felicetti, *Il "golden power" tra Italia ed Europa. Sovranità senza misura? Dati, analisi, proposte*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2, dicembre 2025, p. 551-582; G. Montedoro, *Il Golden power fra globalizzazione e deglobalizzazione, negli orientamenti della Commissione e nella giurisprudenza del Consiglio di Stato e dei giudici amministrativi*, in *Dialoghi di diritto dell'Economia*, p. 57-79; A. Sacco Ginevri, L. Scipione, *Golden Power, mercati finanziari e Unione dei mercati dei capitali (CMU)*, in *Dialoghi di diritto dell'Economia*, p. 49-56; F. Petrosino *L'ampliamento dell'ambito soggettivo: operazioni domestiche, controllo di fatto e nozione funzionale di "investitore estero"*, p. 111-123; S. Amorosino, *I golden powers quale funzione di tutela della sicurezza strategica ed economica e della sovranità democratica dello Stato*, in *Dialoghi di diritto dell'Economia*, p. 125-146.

legale del *Texas*[14].

In questo contesto si colloca la riforma del testo unico della finanza.

2. Le ragioni economiche della riforma e i principali contenuti

2.1. I fatti

L'iniziativa di riforma del testo unico della finanza ha origine in uno studio del Ministero dell'Economia, denominato "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita" (cd libro verde del 2022). Gli obiettivi dello studio erano: migliorare il processo di *listing* in Italia e rendere più efficiente l'accesso e la permanenza nei mercati, in particolare da parte delle PMI; migliorare le condizioni per la partecipazione ai mercati da parte degli investitori istituzionali e retail; valorizzare le potenzialità della finanza digitale; modernizzare il sistema di applicazione delle regole. Si voleva in qualche modo cercare di ridurre il cd scalino normativo fra società quotate e non quotate riducendo gli oneri per le prime, senza ridurre in maniera significativa le tutele degli investitori. La ragione ultima era la scarsa attrattività dimostrata dal nostro mercato finanziario. Il mercato italiano è caratterizzato da un ridotto numero di imprese quotate e da una capitalizzazione complessiva molto contenuta rispetto agli altri paesi, in particolare quelli anglosassoni.

Negli anni successivi la situazione è ulteriormente peggiorata. Secondo il presidente della Consob[15], dal 2010 a ottobre 2025 il numero delle società quotate sul mercato regolamentato (*Euronext Milan* - EXM) è diminuito di 91 unità portandosi a 198 per effetto di 95 ammissioni a quotazione e 186 *delisting*. Nello stesso periodo le società ammesse a negoziazione sullo *Euronext Growth Milan* (EGM) sono aumentate di 195 unità, portandosi a 209, a seguito di 333 ammissioni e 138 revoche. Nel periodo gennaio 2024 – ottobre 2025 la capitalizzazione delle società delistate da EXM e da EMG era pari a 25 miliardi di lire.

La ragione di questi dati impietosi può essere la mancanza di risparmio? La risposta sembra essere no. La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, a fine giugno 2025, era pari a 6.148 miliardi di euro (ossia 2,7 volte il PIL). Essa è costituita per il 26% da liquidità (contanti e depositi; il dato si attesta al 32% nell'area dell'euro e all'11% negli USA), pari circa a 1600 miliardi (1,7 volte la capitalizzazione complessiva del mercato azionario italiano). Secondo la Banca d'Italia, ogni anno circa 300 miliardi di euro di risparmi degli europei vengono investiti in mercati al di fuori dell'UE (è il riflesso dell'a-

14 Z. Goshen e T. Stein, *Leaving Delaware? The Essential Role of Specialized Corporate Courts*, in European Corporate Governance Institute (ECGI) papers, n. 837, 2025, in Leaving Delaware? The Essential Role of Specialized Corporate Courts | ECGI

15 Audizione del Presidente della Consob Paolo Savona davanti al Senato della Repubblica, Camera dei deputati, Commissioni riunite Giustizia e Finanza, Atto del Governo n. 33127 novembre 2025.

vanzo delle partite correnti che caratterizza l'UE)[16].

2.2. La risposta del legislatore con la riforma del testo unico della finanza

La risposta data dal legislatore che ha modificato il TUF sembra essere individuata anche questa volta nelle norme, in particolare nella loro carenza di flessibilità che non consente a chi controlla la società di gestirla nel modo ritenuto più efficiente.

Il primo passo è stata la legge 5 marzo 2024, n. 21 – cosiddetta «Legge Capitali» che è intervenuta su alcuni istituti chiave, dalla maggiorazione del diritto di voto al rappresentante designato in assemblea, e ha conferito al Governo un'ampia delega per la riforma organica del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e delle disposizioni del Codice civile in materia di società di capitali. Il d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47 ha dato attuazione alla delega.

La riforma sposta il baricentro delle regole dalla tutela dei piccoli investitori a quella dell'ampliamento delle possibilità dell'azionista controllante di svolgere un ruolo determinante e di non essere limitato da inutili lacci e lacciuoli. Viene, quindi, favorito il *downlisting*; si introduce nell'ordinamento una disciplina di favore per il voto multiplo e la possibilità per le imprese neo-quotate o PMI quotate di derogare a diverse regole ordinarie in materia di governance.

Il nuovo testo unico procede anche a una riscrittura trasversale delle norme concernenti i modelli di governance (dualistico e monistico), che fino ad ora erano brutte copie di quello tradizionale, poiché rinviavano a molte norme di quelle tradizionali. In tal modo, si è voluto dare maggiore riconoscibilità del modello per gli operatori ed investitori esteri. È stata inoltre allineata la soglia dell'OPA obbligatoria a quella presente in altri ordinamenti europei, pari ora al 30%.

Alcune di queste riforme non impattano sulla tutela delle minoranze, dei piccoli investitori, ma altre sì, come ci ricorda il Presidente della Consob. Sulla base di questa interpretazione, la Consob ha sollecitato il legislatore a rivedere alcune norme appena approvate. In particolare, viene suggerita l'opportunità di consentire un diritto di recesso nel caso del *downlisting* per non scoraggiare i piccoli investitori; inoltre, nel caso di decisioni della maggioranza riguardanti il posizionamento della società sul mercato, come il *delisting*, *downlisting*, fusioni, acquisto totalitario è ritenuto opportuno prevedere l'annullamento del voto multiplo previsto negli statuti delle società. Infine, la Consob ritiene che incertezze potrebbero essere generate per gli investitori dalla possibilità per le imprese neo-quotate e alle PMI quotate di derogare a diverse regole ordinarie in materia di governance, considerato anche il conseguente rischio di frammentazione normativa derivante da statuti molto differenziati.

Le criticità evidenziate dalla Consob mostrano che il pendolo della regolamentazione

16 P. Angelini, Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza, 30 gennaio 2026, Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza.

sembra essersi spostato molto a favore dell'azionista controllante a scapito delle minoranze e che potrebbe essere individuato un migliore equilibrio.

Diverso scenario si prospetta nella parte della riforma che ha introdotto modifiche per far fronte alla scarsità di investitori capaci di mobilitare risorse per finanziarie l'innovazione. In questo comparto la riduzione delle tutele per gli investitori è molto limitata e il giudizio sulla riforma evidenzia solo per vantaggi.

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, come ai tempi in cui anche le operazioni di Borsa erano regolate solo dal codice civile.

3. Conclusioni

Con le riforme apportate al testo unico della finanza, siamo ancora nel solco della Costituzione? Come ricordato il testo della norma costituzionale prevede che: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese".

Con la riforma, l'accento si è spostato su favorire l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario e nei grandi complessi produttivi del paese. Ci sembra importante sottolineare quando già detto sopra a proposito del fatto che oggi 300 miliardi di euro di risparmi europei vengono investiti in mercati al di fuori dell'UE.

Solo l'esperienza applicativa ci potrà dire se la riduzione delle tutele dei piccoli investitori si tradurrà in una perdita di fiducia degli stessi nel corretto funzionamento del mercato, sancito dall'art. 5 del TUF, obiettivo che traduce per i mercati finanziari, le parole "tutela del risparmio" contenute nella Costituzione.

Resta fermo un problema di tecnica legislativa, come evidenziato nel primo paragrafo di questo scritto. È ancora il testo unico il contenitore adatto a questo tipo di operazione?

Oggi il t.u. della finanza è affetto da una dicotomia: le norme sulla governance delle società quotate e OPA sono ancorate al diritto nazionale, in cui i modelli europei vengono scelti o meno di volta in volta a seconda della convenienza, e norme su mercati e intermediari che sono in larga parte il frutto del recepimento della legislazione europea.

La parte sulla governance è ispirata all'idea di concorrenza fra gli ordinamenti (tendenzialmente concorrenza *in laxity*); il 28° ordinamento fa capolino ma sembra ancora molto in là da venire e bisogna comprendere come renderlo conveniente ed effettivamente operativo per le società[17].

Il testo unico della finanza nella parte su mercati ed intermediari ha perso il suo ruolo di organicità ed unitarietà; la lettura non può che avvenire su diversi piani, quello nazionale e quello europeo con i numerosi interventi di *soft law* delle autorità di vigilanza europee. Si tratta di un arcipelago di norme che non solo si allontana dal mito "del linguaggio matematizzante che si svolge sulla base di significati convenzionalmente prestabiliti e secondo regole precise di trasformazione"[18], come ai tempi del codice civile, ma crea una serie di piani legislativi diversi che si intrecciano fra loro, con un effetto di scarsa chiarezza. In questa materia, inoltre, rileva sempre più l'azione della Corte di Giustizia che ha elaborato i diritti fondamentali e concetti astratti traendoli in maniera induttiva dagli ordinamenti nazionali, ma che oggi funge da fonte per l'interpretazione delle norme nazionali che hanno trasposto il diritto europeo con un meccanismo di interpretazione deduttiva.

Se dovesse procedere speditamente, il progetto sulla *Saving and Investment Union*[19] la discrasia fra piano nazionale e piano sovra-nazionale sarebbe più evidente. Per il testo unico bancario questo fenomeno si è già di fatto realizzato. Il vero corpo normativo sulla vigilanza bancaria è trasmigrato in atti normativo di rango europeo, il Regolamento 1024 del 2013 sul *Single Supervisory Mechanism* (SSM) e in altri Regolamenti che disciplinano le regole sostanziali che si seguono nella vigilanza prudenziale.

Insomma, ci sembra di poter concludere che potrebbe essere giunto il tempo per un *Single Rulebook* per i mercati finanziari e per un testo unico nazionale contente il regime delle società quotate che potrebbe essere integrato con gli atti di autoregolamentazione.

17 EU Inc.: A new harmonised corporate legal regime - European Commission.

18 N. Irti, *op. cit.*, p. 623.

19 Cfr. Savings and investments union - Finance - European Commission.

Architettura generale del TUF riformato. Valutazioni introduttive su intermediari e mercati

Raffaele Lener
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
LUISS

1. Il sistema finanziario europeo è oggi attraversato da una trasformazione profonda. Per un verso, l'impianto regolatorio della MiFID II ha ridefinito tanto le strutture di vigilanza quanto le regole di condotta cui sono tenuti gli intermediari; per altro verso, il progresso tecnologico, segnatamente le tecnologie a registro distribuito, sta erodendo le categorie classiche, incidendo sulla forma degli strumenti e sulla stessa nozione di mercato. È in questa cornice che la riforma del TUF – già dalla c.d. Legge Capitali (legge n. 21/2024) – si propone di rendere il mercato nazionale più competitivo, adeguato e fruibile, perseguendo obiettivi che spaziano dalla tutela degli investitori alla diffusione dell'educazione finanziaria, sino al sostegno della crescita delle imprese.

Sono due i comparti di maggiore rilievo sistematico su cui interviene la riforma: da un lato gli intermediari, considerati sia nella dimensione soggettiva della classificazione della clientela sia in quella oggettiva delle regole di condotta; dall'altro i mercati, con attenzione mirata alle dinamiche di quotazione, al fenomeno del *downlisting* e alla progressiva ridefinizione del quadro regolatorio in senso tecnologico.

2. In primo luogo, ci sono interessanti novità in relazione alla classificazione della clientela, pur se certamente non *dirompenti* dal punto di vista sistematico.

Le casse di previdenza privatizzate e gli enti che gestiscono forme obbligatorie di previdenza e assistenza a favore dei liberi professionisti, divenuti oramai soggetti di diritto privato, con struttura di associazioni o fondazioni di diritto privato munite di autonomia gestionale, organizzativa e contabile, divengono ora clienti professionali di diritto.

È piccola cosa, forse, ma non è di poco rilievo. Nel regime anteriore alla riforma questi enti non figuravano in modo espresso tra i clienti professionali di diritto secondo il TUF (pur potendo, in linea teorica, conseguire tale qualifica mediante il meccanismo dell'*up-*

grading su richiesta), con la conseguenza di essere per lo più trattati alla stregua di clienti al dettaglio. La loro collocazione all'interno della nozione di *clienti professionali*, di cui all'art. 1, comma 1, lett. m-*undecies*, TUF comporta ora che possano accedere a prodotti e servizi riservati alla clientela professionale, godere di un regime informativo alleggerito, essere esonerati dalle procedure di *upgrading*, traendo poi un vantaggio indiretto dalla riduzione degli oneri istruttori gravanti sugli intermediari che li assistono.

3. L'ingresso degli enti previdenziali tra i professionali di diritto va apprezzato entro la più vasta opera di revisione della classificazione della clientela, il cui orizzonte europeo è segnato dalla *Retail Investment Strategy* (RIS).

In questa cornice riveste particolare interesse la revisione dei criteri che presiedono al mutamento di *status* da cliente al dettaglio a cliente professionale su richiesta, con specifico riferimento ai c.d. *High Net Worth Individuals*.

Il regime attuale, imperniato sul portafoglio di strumenti finanziari, sull'esperienza maturata nel settore e sullo svolgimento di operazioni di adeguata frequenza e consistenza, si arricchisce, nell'ottica della RIS, di un fattore aggiuntivo: la formazione finanziaria comprovabile. Il testo licenziato in sede europea precisa che il parametro dell'istruzione e della formazione finanziaria non è idoneo, di per sé o in abbinamento esclusivo con il requisito patrimoniale, a legittimare il passaggio di *status* di un investitore al dettaglio; occorre che l'apprezzamento complessivo rimesso all'intermediario sia svolto con rigore e non degradi a mero adempimento formale.

La qualifica professionale *su richiesta* non deve trasformarsi in uno strumento per aggirare le tutele riconosciute alla clientela al dettaglio, con intermediari portati a favorire il mutamento di *status* allo scopo di alleggerire i propri obblighi di condotta. Il fine perseguito è dunque garantire che l'*upgrading* rispecchi un'effettiva *sofisticazione* dell'investitore.

Sul piano interno, occorrerà intervenire di nuovo sul TUF, mettendo mano a una revisione organica della disciplina dell'*upgrading* che assecondi le nuove indicazioni della RIS e ne governi l'intreccio con la qualificazione di diritto introdotta dalla Legge Capitali.

4. In realtà l'intervento oramai ineludibile sulla nozione di "investitore professionale" e di "investitore medio" non è se non *sfiorato* dalle riforme in corso. Si dovrà, in effetti, riconsiderare in profondità i concetti e le classificazioni in uso per tener conto del mutamento della struttura demografica del mercato.

L'invecchiamento della popolazione europea, fenomeno strutturale e di lungo periodo, trascende la dimensione puramente sociologica per assurgere a fatto economicamente e giuridicamente rilevante. La sua manifestazione più critica è la progressiva insostenibilità dei sistemi pensionistici pubblici, fondati su un modello a ripartizione che presuppone un equilibrio demografico ormai compromesso.

Questa crisi del patto intergenerazionale impone una riconsiderazione dell'architettura del diritto dei mercati finanziari, poiché porta a una traslazione del rischio previdenzia-

le dallo Stato all'individuo, costringendo quest'ultimo a cercare nei mercati dei capitali le risorse per garantire il proprio futuro.

La plausibile conseguenza diretta di questa dinamica è una "migrazione forzata" di masse crescenti di risparmio individuale verso i mercati dei capitali. Per milioni di cittadini europei, l'investimento finanziario cessa di essere una scelta discrezionale finalizzata all'ottimizzazione della ricchezza per diventare una necessità economica inderogabile, l'unico strumento a disposizione per costruire una pensione integrativa adeguata. Questo spostamento del baricentro della previdenza dal primo pilastro (pubblico e a ripartizione) al secondo e terzo (privato, a capitalizzazione) non è il frutto di una libera scelta di mercato, ma una conseguenza diretta e inevitabile delle politiche pubbliche e delle dinamiche demografiche.

La tutela dell'investitore, tradizionalmente concepita come una questione di efficienza del mercato e di correzione delle asimmetrie informative, assume una nuova valenza, diventando un elemento essenziale di coesione sociale e un presidio di diritto dell'economia. La regolamentazione finanziaria diviene lo strumento attraverso cui lo Stato adempie, seppur in forme nuove, al suo dovere di assicurare la stabilità e le prospettive economiche dei cittadini nelle fasi più vulnerabili della loro vita.

In una simile prospettiva la decisione di effettuare investimenti finanziari da parte dei cittadini europei rischia di trasformarsi da eventualità a necessità per garantire un adeguato tenore di vita in ogni fase della propria esistenza. Le esigenze di tutela ne risulteranno potenziate e rafforzate.

Ora, per l'ordinamento, l'età non è, non dovrebbe essere, un fattore discriminante. Il principio di uguaglianza (art. 3 Cost.) impedisce di discriminare i soggetti in base alla data di nascita.

Tuttavia, l'ordinamento non è indifferente all'età degli individui.

La definizione di investitore cristallizzata nella MiFID e nel TUF non fa riferimento all'età. Eppure, la figura dell'investitore *al dettaglio* potrebbe, oggi, costruirsi come quella di un individuo la cui età imponga all'intermediario una più o meno rigorosa applicazione delle regole di condotta. Del resto, l'età è un fattore connesso all'*esperienza*, la quale ha albergo nel ragionamento giuridico come parametro per la valutazione delle responsabilità degli intermediari in materia di prestazione dei servizi di investimento.

La polarizzazione demografica potrebbe peraltro condurci a riflettere sulla necessità di abbandonare l'idea che esista, in astratto, un investitore al dettaglio "medio". In altri termini, l'età del cliente dovrebbe entrare a far parte della valutazione di adeguatezza e appropriatezza – come peraltro già in molti casi avviene – smentendo l'argomento secondo cui esisterebbe un investitore medio senza età e, forse, evidenziando che esistono investitori medi giovani, adulti, anziani e così via.

L'età incide sulla propensione al rischio, sulla familiarità con la tecnologia, sulla capacità di comprendere strumenti complessi e sull'orizzonte temporale degli investimenti.

Ciò non conduce necessariamente a legiferare per fasce di età. Anzi, così come *in natura* non è mai esistito l'investitore medio, nemmeno esistono l'investitore giovane, né quello anziano. Esistono investitori professionali e non professionali; investitori esperti e non. E l'età può giocare un ruolo in punto di esperienza, come si è detto, così come sulle capacità cognitive.

Si può sostenere che la demografia agisce sul diritto dei mercati finanziari come un moltiplicatore di asimmetrie informative e decisionali.

Su questo punto il TUF potrebbe tornare, in uno dei prossimi interventi di modifica e ulteriore affinamento.

In particolare, con riferimento agli investitori più anziani, la ricerca dimostra in modo concorde che la capacità di prendere decisioni finanziarie complesse è una delle prime abilità a deteriorarsi con l'avanzare dell'età, spesso in modo silente e senza che il soggetto ne abbia piena consapevolezza. In particolare, il deterioramento delle "funzioni esecutive" – quali la pianificazione, il controllo degli impulsi e il pensiero astratto – compromette la capacità di valutare correttamente il nesso rischio/rendimento e le conseguenze a lungo termine delle proprie scelte.

Questa evidenza scientifica indebolisce uno dei pilastri della tutela dell'investitore prevista dalla direttiva MiFID II: la valutazione di adeguatezza basata su questionari.

Un individuo con funzioni esecutive in declino ha maggiore difficoltà a compilare in modo affidabile un questionario di profilatura del rischio, rendendo il risultato di tale processo potenzialmente dannoso e inaccurato e tale da condurre a raccomandazioni di investimento del tutto inappropriate. Il paradosso, evidenziato dalla ricerca, è che, mentre la capacità cognitiva diminuisce, l'eccesso di fiducia nelle proprie abilità finanziarie (*overconfidence*) tende a rimanere invariato, aggravando ulteriormente il rischio di decisioni errate.

Di fronte a questa realtà, il modello di tutela previsto dalla MiFID II, e dettagliato negli orientamenti dell'ESMA, si rivela inadeguato. Tale modello è imperniato sul paradigma del "cliente informato", un soggetto razionale in grado di processare informazioni complesse, autovalutare la propria propensione al rischio e agire nel proprio migliore interesse.

Questo presupposto di razionalità è smentito dalle evidenze neuroscientifiche e comportamentali per una quota crescente e prevedibile di investitori.

Gli obblighi informativi *standard*, pur concepiti per garantire trasparenza, possono generare un "*information overload*" che, per un investitore con ridotte capacità cognitive o scarsa alfabetizzazione digitale, risulta inefficace se non controproducente.

Anche soluzioni più sofisticate come il "layering" informativo, suggerito dall'ESMA per stratificare le informazioni, non risolvono il problema alla radice, che non è la quantità di informazioni, ma la capacità di elaborarle.

Si arriva così al paradosso per cui l'intermediario può essere formalmente adempiente alla procedura MiFID II, avendo raccolto le risposte del cliente a un questionario, ma può aver basato la propria raccomandazione su dati viziati all'origine, compromettendo la tutela sostanziale del cliente.

Ciò dovrebbe suggerire un ripensamento del paradigma legale, superando il modello fondato sul concetto di *investitore medio* e sulla sola informativa, per evolvere verso un modello di consulenza con obblighi fiduciari rafforzati, in cui l'intermediario ha il dovere di identificare i segnali di vulnerabilità e di proteggere il cliente anche da decisioni potenzialmente autolesionistiche.

5. Anche nel TUF riformato l'apparato di tutela degli investitori si dispiega su più piani, che vanno dalle regole di condotta imposte agli intermediari nella prestazione dei servizi ai rimedi azionabili in caso di loro violazione.

Su questo versante la riforma sfiora questioni risalenti, tuttora prive di soluzione nel diritto positivo. L'art. 23 TUF regola i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, imponendo la forma scritta a pena di nullità e riservando la deducibilità di tale nullità al solo cliente (*nullità di protezione*). Attorno a questa previsione ruota un dibattito, dottrinale e giurisprudenziale, ormai pluridecennale, sulla natura dei rimedi utilizzabili quando l'intermediario contravviene alle regole di condotta: se, cioè, la violazione degli obblighi comportamentali (informativi, di adeguatezza, di trasparenza) possa condurre a rimedi di ordine negoziale (nullità, risoluzione del contratto) oppure soltanto a rimedi di tipo risarcitorio.

Il TUF non tipizza rimedi giudiziali *ad hoc* per le violazioni delle regole di condotta, diversamente da quanto accade in altri ordinamenti europei. La lacuna è stata solo in parte colmata dalla giurisprudenza, la quale ha messo a punto soluzioni non sempre coerenti, muovendosi tra responsabilità precontrattuale, responsabilità contrattuale e, in certe ipotesi, nullità virtuale per contrasto con norme imperative.

La riforma poteva rappresentare l'occasione per un chiarimento che, lasciando intatta l'ossatura delle tutele *ex ante*, precisasse con maggior nettezza i rimedi *ex post*, così attenuando l'incertezza che tuttora incombe sulla stabilità delle transazioni finanziarie. Il legislatore delegato, tuttavia, ha preferito astenersi dall'intervenire.

Il sistema rimane perciò fondato su forme di tutela *ex ante*, attraverso presidi concepiti per impedire il sorgere di situazioni dannose per l'investitore: la valutazione di adeguatezza, la *product governance* e la *product intervention*.

La valutazione di adeguatezza, prescritta per i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, esige che l'intermediario acquisisca dal cliente informazioni sulla sua conoscenza ed esperienza negli investimenti, sulla sua situazione finanziaria e sui suoi obiettivi, allo scopo di riscontrare la coerenza tra lo strumento o il servizio raccomandato e il profilo dell'investitore stesso.

La *product governance*, di matrice MiFID II e trasfusa nel TUF, impone al soggetto abi-

litato che produce strumenti finanziari di individuare, per ciascun prodotto, il mercato di riferimento dei clienti finali al quale lo strumento si indirizza, e di curare che la strategia distributiva vi si mantenga coerente. Ai sensi dell'art. 21, commi 2-bis e 2-ter TUF, spetta al distributore conoscere gli strumenti offerti o raccomandati, saggiarne la compatibilità con i bisogni della clientela e provvedere affinché essi siano proposti o raccomandati soltanto quando ciò corrisponda all'interesse del cliente.

La *product intervention*, infine, conferisce alle autorità di vigilanza, la Consob sul piano interno e l'ESMA su quello europeo, la facoltà di vietare o circoscrivere in via temporanea la commercializzazione di prodotti finanziari che si rivelino una minaccia per la tutela degli investitori o per l'ordinato funzionamento del mercato. Un meccanismo macchinoso, pensato dal legislatore come *extrema ratio* e destinato a entrare in gioco unicamente quando i presidi di *product governance* si dimostrino insufficienti.

6. La riforma del TUF incide in misura rilevante anche sull'assetto del risparmio gestito, dando vita a nuove categorie di organismi di investimento collettivo del risparmio e alleggerendo il regime applicabile ai gestori.

Fra le innovazioni di maggior peso si colloca la distinzione, già preannunciata dalla Legge Capitali, tra fondi alternativi (FIA) autorizzati e FIA meramente registrati: i primi sottoposti al pieno regime autorizzativo della Banca d'Italia, i secondi ricondotti a un più snello regime di registrazione, riservato ai gestori che restano al di sotto di determinate soglie dimensionali del patrimonio gestito. Tale articolazione punta a ridurre al minimo gli oneri regolatori per i gestori di dimensioni contenute, nell'auspicio di agevolare la crescita di gestori indipendenti di *private equity* e *venture capital*.

L'assetto normativo *ante riforma*, come delineato dall'art. 34 TUF, fondandosi su un regime di autorizzazione unico, non riesce a distinguere tra grandi *asset manager* globali e piccole *boutique* di investimento specializzate.

Difficile dire se sia stata questa impostazione *tradizionale* a soffocare la nascita di un'industria domestica di operatori del risparmio gestito dedicata a *private equity* e *venture capital*, costringendo i gestori a sopportare costi fissi di *compliance* sproporzionati rispetto alle masse gestite.

Come che sia, certamente la riforma mira a ripristinare la competitività del mercato italiano, allineando le regole a quelle dei principali ordinamenti europei concorrenti, come il Lussemburgo o la Francia.

Indubbiamente, imporre a piccoli gestori i costi fissi tipici dei grandi *asset manager* globali ha indirettamente incentivato gli operatori a preferire giurisdizioni, per così dire, più pragmatiche (principalmente il Lussemburgo, ove il modello dei RAIF – *Reserved Alternative Investment Funds* – è stato di particolare successo) o l'utilizzazione di schemi operativi che sfuggono alla riserva della gestione collettiva del risparmio (in particolare, *club deal*, coinvestimenti, *holding*, SPAC).

Si è detto che la distinzione tra "gestione collettiva del risparmio" e "assunzione dina-

mica di partecipazioni" (tipica dei fenomeni contigui alla gestione collettiva) sia spesso labile e dipenda da elementi formali, quali l'autonomia decisionale del gestore rispetto agli investitori.

Facendo leva su questa incertezza interpretativa (perdurante e, comunque, di difficile superamento), gli operatori hanno spesso utilizzato schemi "alternativi" che, fornendo una maggiore *voce* agli investitori, in punto di gestione del patrimonio e di attuazione delle operazioni di investimento, presentavano sufficienti elementi (in apparenza almeno) *di differenziazione* rispetto alla gestione collettiva del risparmio.

Siffatta, opaca strategia di *arbitraggio regolamentare* ha rischiato di trasformare la riserva di attività da presidio di tutela del risparmio in ostacolo, generando un mercato parallelo di "gestori di fatto", operanti in assenza di efficaci controlli e di un adeguato sistema di vigilanza.

La riforma, con l'introduzione del regime di mera registrazione (art. 35-*quaterdecies* TUF), deve essere letta come un'encomiabile scelta del legislatore di riassorbire questa "zona d'ombra" all'interno di un perimetro istituzionale minimo. Riconoscendo l'impossibilità di imporre la struttura della SGR alle piccole iniziative, la norma mira a far emergere il sommerso, offrendo un alveo legale a basso costo in cambio di un monitoraggio sul rischio sistemico.

La nuova architettura normativa introduce, per la prima volta, una dicotomia strutturale tra "gestori autorizzati" e "gestori sotto soglia registrati".

Mentre i primi restano soggetti alla vigilanza integrale della Banca d'Italia e della Consob, per i secondi viene previsto un regime di mera registrazione basato sul possesso di requisiti formali e su di un sistema di vigilanza *a evento*. Si passa, dunque, da un controllo *ex ante* sulla struttura e sui programmi di attività a un monitoraggio *ex post* focalizzato sul rischio individuale dei singoli gestori.

Certamente non sfugge agli estensori delle nuove norme la precedente, non fortunata esperienza del doppio regime (*registrazione mera vs. autorizzazione*) anni fa previsto dagli artt. 106 e 107 TUB per gli intermediari finanziari.

Premesso che, in quel caso, si trattava di scelta, per così dire, del tutto italiana, in mancanza di previsioni comunitarie che spingessero a compierla, deve sottolinearsi come la soluzione ora proposta per i gestori sotto soglia appaia subito aver fatto tesoro di quella esperienza, proponendo uno schema più raffinato.

Qui infatti non è proposta una alternativa secca *opt-in/opt-out*, ma una vigilanza dosata, attenuata, comunque presente anche per i gestori sotto soglia.

I poteri regolamentari, informativi e ispettivi ci sono, ma ridotti al minimo: solo per condizioni di registrazione e prevenzione dei rischi sistemici.

I poteri sanzionatori sono parimenti ridotti al minimo. Con l'eccezione del tema del rici-

claggio e delle sanzioni previste dalla AIFMD, sostanzialmente si ha solo la misura della cancellazione per ripetuta inosservanza delle prescrizioni di vigilanza.

Innovativa e molto apprezzabile è poi la scelta di sottrarre alla autorità di vigilanza la gestione delle crisi, rendendo applicabile la disciplina generale del Codice della crisi e dell'insolvenza.

Insomma, una vigilanza minima, non assenza di vigilanza.

Può dirsi che il legislatore *scommette* sulla capacità degli investitori professionali di effettuare una *due diligence* autonoma sul singolo gestore registrato, rinunciando al ruolo tradizionale di garante *ex ante*.

Come sempre, solo il tempo potrà mostrare se questo nuovo regime si dimostrerà incentivo sufficiente a convincere chi ha operato con successo tramite veicoli non vigilati a sottoporsi volontariamente, seppur in forma attenuata, allo scrutinio dell'autorità. L'auspicio è che questo avvenga.

La medesima volontà di attrarre "gestori minori" nell'area regolamentata ha portato alla creazione delle società di partenariato, introdotte come OICR chiuso costituito in forma di società in accomandita per azioni e avente a oggetto esclusivo l'investimento collettivo secondo le formule del *private equity* e del *venture capital*. Stando alla definizione recata dall'art. 1, comma 1, lett. i-quater.1) TUF, il veicolo reperisce il patrimonio attraverso l'offerta di azioni, di strumenti finanziari partecipativi e ulteriori modalità di raccolta fissate nello statuto, così proponendo un assetto societario più duttile e più prossimo ai modelli anglosassoni di *limited partnership* di quanto non siano le SICAF tradizionali.

In parallelo, il legislatore ha razionalizzato la disciplina delle SICAV e SICAF *eterogestite*, tracciando una netta linea di demarcazione tra organismi in gestione interna e in gestione esterna e apprestando per questi ultimi un quadro giuridico dedicato, comprensivo delle regole sulla separazione patrimoniale tra comparti e sulla responsabilità del gestore esterno verso gli investitori.

7. Quanto ai mercati e alle dinamiche di quotazione appare meritevole di interesse l'intervento in materia di *downlisting*, da leggere come *migrazione ordinata* di un emittente quotato da un mercato regolamentato verso un sistema multilaterale di negoziazione (MTF).

Il fenomeno riflette una dinamica strutturale affiorata negli ultimi anni: il saldo negativo tra nuove ammissioni sui mercati regolamentati e revoche, a fronte di un ricorso sempre più frequente, da parte degli emittenti di minori dimensioni, a mercati "di crescita" alternativi, che assicurano regimi regolatori più snelli e costi di *compliance* più contenuti.

Prima della riforma, l'ordinamento dedicava all'istituto dell'*esclusione volontaria* un'attenzione modesta. L'art. 133 TUF contemplava per le sole società italiane con azioni

quotate su mercati regolamentati nazionali la facoltà di chiedere l'esclusione dalle negoziazioni, previa delibera dell'assemblea straordinaria, ma solo a condizione di conseguire l'ammissione su un diverso mercato regolamentato italiano o comunitario. Il transito verso un MTF restava dunque fuori dall'ambito applicativo della norma, dando luogo a un vuoto regolatorio che né l'autonomia privata, né i regolamenti di mercato riuscivano a colmare in maniera sistematica.

La riforma ha inserito nell'art. 133 TUF il nuovo comma 1-bis, che oggi permette alle società italiane con azioni quotate su mercati regolamentati nazionali di domandare il trasferimento delle negoziazioni verso un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Paese dell'Unione europea.

Il nuovo regime àncora il *downlisting* a tre condizioni cumulative: (i) la verifica, ad opera del gestore del mercato regolamentato di provenienza, dell'equivalenza delle tutele offerte dal mercato di destinazione, con speciale riguardo alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio; (ii) il via libera all'operazione da parte dell'assemblea straordinaria della società, con delibera assunta almeno due mesi prima del trasferimento, secondo le maggioranze fissate dalla Consob; e (iii) la diffusione, con eguale preavviso, di un'informativa dettagliata sulle ragioni e sugli effetti dell'operazione.

Indubbiamente, regolando in maniera esplicita il percorso di *migrazione* dell'emittente quotato dal mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione, con vincoli operativi meno intensi, il legislatore consapevolmente agevola il progressivo allontanamento dal mercato finanziario principale e con ciò indirettamente favorisce il *delisting* definitivo.

Appare perciò corretta la valutazione che il legislatore della riforma voglia in qualche modo agevolare il *delisting*. Tuttavia, rimane ancora precluso il *delisting* c.d. "puro" dal mercato regolamentato: l'uscita dalla borsa richiede forti motivazioni di natura imprenditoriale, come nelle operazioni societarie di riorganizzazione, e comunque il rispetto delle regole di mercato, a fini di protezione delle minoranze e del mercato stesso, garantendo trasparenza del processo e protezioni equivalenti in materia di o.p.a. obbligatoria anche nella sede di negoziazione di arrivo (art. 133 TUF).

In altri termini, favorire il *delisting*, così come il *downlisting*, nella mente del legislatore della riforma ha lo scopo di non "spaventare" chi intenda quotarsi, chiarendo *ex ante* che dal mercato regolamentato si può uscire abbastanza agevolmente, purché, beninteso, flessibilità organizzativa e alleggerimento degli oneri regolatori non vadano a scapito delle tutele essenziali degli azionisti e dell'integrità del mercato.

La riforma del TUF appronta, poi, una disciplina *ad hoc* per gli *emittenti di nuova quotazione*. A norma dell'art. 154.1 TUF, sono tali gli emittenti che abbiano deliberato la richiesta di ammissione delle azioni alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano. A costoro è consentito optare per un regime speciale, che ammette l'inserimento nello statuto di clausole in deroga alla disciplina ordinaria delle società quotate (in tema di elezione degli organi sociali, modifica dello statuto, diritto di recesso e operazioni con

parti correlate), nell'intento di offrire una *governance* più flessibile e appetibile.

In particolare, il comma 4 dell'art. 154.2 TUF dispone che gli emittenti di nuova quotazione i quali abbiano esercitato l'opzione per il regime speciale e abbiano poi ottenuto il trasferimento delle negoziazioni su un MTF a mente del novellato art. 133, comma 1-bis, possano mantenere le modifiche statutarie introdotte, purché esse risultino compatibili con le regole del sistema multilaterale di destinazione e le azioni siano state negoziate sul mercato regolamentato per un arco temporale continuativo non inferiore a tre anni.

È previsione di considerevole rilievo pratico. Per la prima volta essa rende possibile una *migrazione ordinata* verso un MTF che non travolga le "agevolazioni" statutarie ottenute in sede di quotazione, dando vita a un *continuum* regolatorio tra il regime del mercato regolamentato e quello del sistema multilaterale.

Il requisito della permanenza triennale sul mercato regolamentato assolve a una funzione duplice: per un verso garantisce un radicamento minimo dell'emittente nel mercato principale, arginando condotte opportunistiche; per altro verso impedisce che il *downlisting* si risolva in un espediente per sottrarsi al regime di vigilanza proprio delle società quotate.

8. In uno scenario di diritto europeo in evoluzione, nella prospettiva della *Savings and Investments Union*, il diritto italiano è tenuto ad assicurare la piena coerenza dell'ordinamento nazionale con i principi e le misure della SIU, evitando di introdurre misure di *gold plating* suscettibili di svantaggiare gli operatori italiani rispetto ai concorrenti europei.

La riforma del TUF si segnala per una fisionomia a doppio binario: da un lato, le misure di immediata applicazione recate dalla Legge Capitali, che hanno già sortito effetti apprezzabili, segnatamente in tema 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 esplicarsi nel prossimo biennio mediante uno o più decreti legislativi.

L'esito auspicato è un TUF rinnovato nella forma e negli equilibri regolatori, più allineato al quadro europeo e più aderente alle esigenze di un mercato dei capitali in rapida evoluzione.

Corporate governance e informazione: strumenti e limiti dell'autonomia nella riforma del TUF

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

Sommario: 1. Introduzione. - 2. La lista del CdA tra autonomia statutaria e vincoli legislativi. - 3. Dall'esperienza applicativa alle prospettive di riforma.

1. Introduzione

La sessione del convegno dedicata alla *Corporate governance e informazione* è incentrata sul rapporto esistente tra autonomia societaria, tutela degli investitori e funzionamento del mercato. Il tema verrà affrontato secondo un approccio tipico del diritto dell'economia secondo cui la disamina delle singole disposizioni normative deve avvenire tenendo in debito conto gli impatti che le scelte di politica legislativa possono produrre sugli assetti organizzativi delle imprese e, più in generale, sul funzionamento dei mercati.

Occorre in primo luogo domandarsi fino a che punto sia possibile ampliare gli spazi di autonomia delle quotate senza indebolire al contempo la tutela degli investitori. La questione acquista particolare rilievo in un momento nel quale la competitività degli ordinamenti costituisce essa stessa un fattore di sviluppo dei mercati finanziari; sicché, regole eccessivamente rigide possono determinare costi spropositati e disincentivare il ricorso al mercato, laddove un sistema improntato esclusivamente alla flessibilità delle scelte organizzative potrebbe accrescere le asimmetrie e ridurre la fiducia degli investitori.

Il confronto tra gli ordinamenti, come ha evidenziato la dottrina, offre interessanti

spunti di riflessione in ordine al modello ottimale di *corporate governance*[01]. Significativo, sul punto, è il dato relativo alla relazione esistente tra il livello di rigidità dei codici di governance e lo sviluppo dei mercati finanziari.

02

L'analisi comparata dei 27 ordinamenti dell'UE ha evidenziato un coefficiente di determinazione (R^2) pari a 0,09, donde la conclusione per cui la relazione tra le due menzionate variabili è in grado di spiegare appena il 9% della variabilità osservata. In altri termini, tra il grado di rigidità delle regole di governance e il livello di sviluppo dei mercati finanziari emerge soltanto una debole associazione.

Il dato assume ancora maggiore rilievo se preso in considerazione unitamente al cd. *p-value* che risulta pari a circa 0,12. In termini semplici, tale valore consente di valutare se la relazione osservata tra le due variabili sia statisticamente significativa; essendo quest'ultimo, nell'ipotesi considerata, pari a 0,12 e, dunque, superiore alla soglia convenzionale di 0,05, non vi sarebbero elementi sufficienti per affermare che esista una relazione statisticamente rilevante tra rigidità delle regole e lo sviluppo del mercato. Di qui, la conclusione per cui ad una maggiore rigidità delle regole di *governance* non corrisponde necessariamente un maggiore sviluppo del mercato finanziario.

Quanto affermato non implica che le regole di governance siano irrilevanti a detti fini;

01 M. VENTORUZZO, *An Empirical and Visual Analysis of EU-27 Governance Codes. Qualitative and quantitative data*, Bocconi University, 2026.

02 Il grafico riproduce l'elaborazione comparativa proposta da M. VENTORUZZO sulla relazione tra l'indice di rigidità dei codici di corporate governance dei 27 Stati membri dell'UE e la profondità dei rispettivi mercati finanziari, misurata in termini di capitalizzazione di mercato/PIL (M. VENTORUZZO, *An Empirical and Visual Analysis of EU-27 Governance Codes. Qualitative and quantitative data*, cit., 2026).

esse non spiegano da sole perché alcuni mercati finanziari siano più sviluppati di altri, posto che sul punto assumono specifica rilevanza numerosi ulteriori fattori di natura economica e istituzionale.

2. La lista del CdA tra autonomia statutaria e vincoli legislativi

L'efficienza della governance non dovrebbe essere misurata sulla base della rigidità delle regole, ma della capacità dell'ordinamento di rintracciare un equilibrio tra flessibilità, trasparenza e controllo.

Deve apprezzarsi, pertanto, la scelta, avvalorata in più punti dal riformatore, di rafforzare l'autonomia statutaria nella definizione dei propri assetti organizzativi. Occorre, tuttavia, fin da subito chiarire che autonomia non significa assenza di un quadro regolatorio di riferimento; essa implica che ad una minore *predeterminazione* legislativa devono corrispondere adeguati obblighi informativi e procedure trasparenti.

Un esempio emblematico di quanto affermato può rinvenirsi nella disciplina della lista del CdA, in cui si intrecciano autonomia statutaria, partecipazione degli azionisti e trasparenza, qualità della composizione del board, rappresentanza delle minoranze e governabilità.

La lista del CdA, come è noto, non nasce con la Legge Capitali del 2024, ma si è sviluppata nella prassi delle società quotate, ben prima dell'introduzione dell'art. 147-ter.1 TUF. Come sottolineato dalla dottrina, circa una società quotata su quattro contemplava statutariamente la possibilità che il CdA uscente presentasse una propria lista; ciò avveniva soprattutto nelle società ad azionariato diffuso o comunque prive di un azionista capace di controllare l'elezione del board[03].

Le ragioni sottese alla diffusione di tale prassi sono molteplici. Tra esse, va sottolineato che il consiglio uscente dispone di ampie informazioni in merito alle esigenze reali della società e quindi ha consapevolezza delle competenze necessarie alla futura composizione dell'organo. Sotto altro profilo, rileva l'eventualità che la selezione possa avvenire nell'ambito di un consesso la cui stessa composizione è soggetta a regole volte ad assicurarne la qualificazione professionale. Profilo quest'ultimo che assume specifico rilievo soprattutto nelle imprese vigilate in cui i membri del CdA devono possedere specifici requisiti individuali. Sicché, la lista del CdA può astrattamente rafforzare l'autonomia dell'organo rispetto ai soci e, nelle *public companies*, supplire all'eventuale apatia razionale di un azionariato fortemente frammentato[04].

A tali vantaggi corrispondono, tuttavia, anche alcuni rischi. Tra gli altri, va menzionato il pericolo dell'autoreferenzialità e della perpetuazione del consiglio uscente; significativa poi è la possibile influenza, non sempre trasparente, esercitata dai soci rilevanti nel

03 Cfr. M. Lamandini - J. Finco, *Lista del consiglio: quo vadis?*, in *Le Società*, 7, 2026, p. 835.

04 Cfr. M. Stella Richter, *La lista del consiglio: realtà, riti e miti*, in *Giur. comm.*, 1, 2025, p. 505; Cfr. M. Lamandini - J. Finco, *Lista del consiglio: quo vadis?*, cit., p. 835.

procedimento di formazione della lista. Vi è inoltre il problema del vantaggio competitivo della lista consiliare rispetto a quelle presentate dai soci, derivante tanto dall'accesso alle informazioni quanto dalla possibilità di utilizzare le strutture e le risorse della società per il processo di selezione e presentazione delle candidature[05].

È significativo, tuttavia, che già prima dell'intervento legislativo tali rischi fossero stati affrontati soprattutto attraverso mezzi di tutela di carattere procedimentale. Il Richiamo di attenzione Consob del 2022 aveva posto l'accento sulla trasparenza della selezione, sul ruolo degli amministratori indipendenti e del comitato nomine, nonché sull'interlocuzione con gli azionisti e sulla corretta gestione degli interessi degli amministratori disponibili ad essere ricandidati.

Tale circostanza consente di svolgere una considerazione di carattere più generale. I rischi riconducibili ad un maggiore spazio di autonomia non richiedono necessariamente di essere fronteggiati attraverso una disciplina sempre più rigida, potendo invece essere governati anche mediante il rafforzamento degli obblighi informativi e l'effettività dei controlli. Ne discende che autonomia e regolazione non si pongono necessariamente in termini antitetici, essendo piuttosto la qualità (e non la quantità) della seconda a rendere possibile un ampliamento sostenibile della prima.

La Legge Capitali sembra aver scelto, con riferimento alla lista del CdA, una strada in parte differente, introducendo con l'art. 147-ter.1 TUF una disciplina particolarmente analitica: quorum deliberativo dei due terzi dei componenti del consiglio, lista necessariamente più lunga del numero degli amministratori da eleggere, seconda votazione individuale e specifiche regole per la rappresentanza delle minoranze. Proprio l'analiticità della disciplina ha indotto parte della dottrina a rilevare come essa finisca paradossalmente per comprimere gli spazi dell'autonomia statutaria e per applicare regole uniformi a situazioni societarie profondamente differenti, dalle *public companies* alle società caratterizzate da assetti proprietari maggiormente concentrati[06].

Su tali questioni ebbi modo di intervenire direttamente, insieme ad un gruppo di colleghi giuristi ed economisti, nell'ambito della seconda consultazione Consob sulle disposizioni attuative dell'art. 147-ter.1 TUF. Le osservazioni presentate erano relative alla definizione dei soci legittimati alla partecipazione alla seconda votazione individuale e alla determinazione dei componenti di competenza delle minoranze, nell'ipotesi prevista dall'art. 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2, TUF.

La questione poneva anzitutto un problema di carattere più generale, relativo ai limiti

05 Cfr. G. Presti, *La norma sulla lista del CdA: ombre e buio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2024, p. 51 s.

06 Sul punto G. Presti, *op. cit.*, p. 51, secondo cui ‹‹è abbastanza evidente che le nuove norme introducono limiti e vincoli *ad hoc* solo per l'eventuale lista del CdA con una disciplina straordinariamente dettagliata e complessa che non lascia spazi all'autonomia statutaria e, probabilmente, di fatto indurrà i CdA uscenti a non presentare una propria lista di candidati››.

dell'intervento della normazione secondaria. Nelle osservazioni che presentammo si rilevava come il particolare livello di dettaglio raggiunto dalla disciplina primaria imponesse alla regolamentazione Consob una rigorosa adesione al dato legislativo. Il regolamento previsto dall'art. 12 della Legge Capitali veniva infatti ricostruito quale regolamento di attuazione di una disciplina legislativa già compiuta, e non quale fonte autonoma destinata a correggere o integrare scelte non espresse dal legislatore.

Il primo problema riguardava i soggetti legittimati alla seconda votazione sui candidati della lista del consiglio. La proposta regolamentare sottoposta alla consultazione riservava tale voto ai soci che avessero precedentemente sostenuto la lista del CdA. Nelle osservazioni presentate sostenemmo che l'espresso riferimento contenuto nella disposizione normativa all'assemblea rendesse preferibile una interpretazione diversa secondo cui tutti i soci aventi diritto avrebbero dovuto poter partecipare alla seconda votazione

Invero, nelle intenzioni del legislatore la seconda votazione ha l'obiettivo di ricondurre alla volontà di tutti i soci la scelta dei candidati predisposti dal consiglio, attenuando così i rischi di autoreferenzialità. Né appariva convincente l'obiezione secondo cui la partecipazione di un socio che avesse precedentemente votato una diversa lista avrebbe determinato una duplicazione del voto o un collegamento tra liste. A ben considerare, le due votazioni hanno oggetto diverso in quanto nella prima si esprime il voto sulle liste; nella seconda sui singoli candidati.

Su questo punto il successivo parere del Consiglio di Stato ha sostanzialmente confermato l'interpretazione prospettata in sede di consultazione. La Sezione Prima ha considerato «assolutamente inequivoco» il riferimento legislativo all'assemblea nel suo complesso, escludendo che la legittimazione potesse essere circoscritta ai soli soci che avevano precedentemente votato la lista del consiglio[07].

Il Consiglio di Stato ha altresì escluso che si realizzi una duplicazione del voto: il socio che abbia votato una lista diversa partecipa successivamente non a una seconda votazione sulla lista del CdA, ma alla scelta dei singoli candidati che ne fanno parte. Nello stesso senso è stata esclusa la configurabilità, per ciò solo, di un collegamento tra la lista di minoranza precedentemente votata dal socio e quella del consiglio.

La motivazione più interessante è, tuttavia, quella di ordine generale, posto che il Consiglio di Stato ha riconosciuto al consiglio uscente di intervenire su una materia tipicamente assembleare, quale la nomina degli amministratori; circostanza quest'ultima che trova un bilanciamento nel recupero del ruolo dei soci nella fase successiva di selezione dei singoli candidati. In altri termini, all'ampliamento dell'iniziativa dell'organo amministrativo corrisponde un rafforzamento della partecipazione.

07 Cfr. Consiglio di Stato, Sez. I, Quesiti in materia di elezione della lista del consiglio di amministrazione delle società quotate ai sensi dell'art. 147-ter.1 TUF, parere 24 luglio 2025, n. 751.

Più complesso si è rivelato il secondo profilo, relativo alla ripartizione dei seggi. Una parte della dottrina aveva sostenuto una lettura della disposizione fondata sulla cd. proporzionalità assoluta, con la conseguenza che la lista del consiglio, pur risultando la più votata, avrebbe potuto non conseguire la maggioranza assoluta dei seggi; in ipotesi limite, la maggioranza degli amministratori avrebbe potuto essere espressa complessivamente dalle liste risultate soccombenti.

Il Consiglio di Stato ha seguito una ricostruzione differente secondo cui il criterio proporzionale opera nell'ambito dei seggi già destinati alle minoranze, mentre la determinazione del loro numero complessivo è rimessa ad altra fonte (anzitutto allo Statuto). La Sezione ha quindi escluso che dalla disposizione primaria possa ricavarsi un sistema di proporzionalità *tout court* esteso all'intero consiglio.

Il Consiglio di Stato osserva che, in mancanza di una precisa scelta legislativa, non è necessario elaborare per via interpretativa ulteriori vincoli alla libertà statutaria. Se ne deduce che la proporzionalità limitata al riparto interno dei seggi spettanti alle minoranze è correlata alla rimessione allo statuto (e dunque all'autonomia privata) della determinazione del loro numero complessivo.

Si è dunque in presenza della presa d'atto che il *problema* della governabilità non debba essere risolto dalla legge attraverso l'imposizione di un unico modello organizzativo, ma vada affidato, almeno in parte, all'autonomia statutaria. I diversi statuti possono contenere previsioni differenti, alcuni privilegiando un impianto prevalentemente maggioritario, altri preferendo criteri proporzionali accompagnati da correttivi idonei a garantire una maggioranza alla lista risultata prima.

3. Dall'esperienza applicativa alle prospettive di riforma

L'esperienza applicativa più recente ha mostrato, tuttavia, come il problema non possa considerarsi definitivamente risolto. Il rinnovo del CdA della Banca Monte dei Paschi di Siena ha rappresentato un significativo banco di prova della disciplina, mettendo in evidenza la possibile variabilità della composizione finale dell'organo derivante dall'interazione tra lista necessariamente "lunghissima", seconda votazione individuale e presenza di liste concorrenti. Nel caso concreto la lista del consiglio è risultata seconda, ma già prima dell'assemblea erano emerse incertezze circa gli effetti che una sua eventuale vittoria avrebbe potuto determinare anche rispetto all'individuazione del presidente e dell'amministratore delegato[08].

La questione assume un rilievo ancora maggiore per banche, imprese assicurative e altri soggetti sottoposti a vigilanza. In detti ambiti, la composizione dell'organo amministrativo non può costituire semplicemente il risultato aritmetico del voto assembleare, dovendo i membri del CdA rispondere a specifici requisiti di legge, oltre ai criteri di composizione qualitativa funzionali alla sana e prudente gestione. La seconda votazio-

08 Cfr. M. Lamandini - J. Finco, *Lista del consiglio: quo vadis?*, cit., p. 834 e p. 837 ss.

ne, se da un lato rafforza il ruolo dell'assemblea, dall'altro può quindi interferire con una composizione del board necessariamente progettata *ex ante*.

Proprio sulla base dell'esperienza maturata, sono certamente apprezzabili i tentativi compiuti dalla dottrina di individuare soluzioni idonee a correggere alcune delle criticità emerse nell'applicazione dell'art. 147-ter.1 TUF, anche intervenendo sulle modalità della seconda votazione[09]. Ci si può tuttavia chiedere se, ove si ritenga opportuno un nuovo intervento legislativo, non sia preferibile muovere nella direzione già seguita con riguardo agli emittenti di nuova quotazione, per i quali il legislatore sembra aver riconosciuto margini di autonomia statutaria più ampi nella definizione dei meccanismi di elezione dell'organo amministrativo[10]. Potrebbe, dunque, valutarsi l'opportunità di attenuare, anche per le società già quotate, la rigidità dei vincoli oggi posti dall'art. 147-ter.1 TUF, rimettendo allo Statuto il funzionamento della procedura elettorale[11]. Qualora, invece, si intendesse conservare l'attuale impianto, parrebbe quantomeno opportuno interrogarsi sulla possibilità di preservare dagli effetti della votazione individuale i candidati alla Presidenza e quello indicato come destinato all'attribuzione delle deleghe gestorie, in quanto figure suscettibili di assumere un rilievo qualificante nella proposta complessiva sottoposta agli azionisti.

Il filo che unisce i diversi temi affrontati nella odierna sessione va rinvenuto dunque non già nella ricerca di un modello di governance perfetto, ma nell'individuazione di un equilibrio tra flessibilità e rigidità, partecipazione e governabilità, autonomia e controllo. Del resto, come disse Honoré de Balzac, ‹‹se la perfezione non fosse una chimera, non avrebbe tanto successo››[12].

09 Cfr. M. Lamandini - J. Finco, *Lista del consiglio: quo vadis?*, cit., p. 839 s.

10 Cfr. art. 154.3, commi 1 e 3, TUF, introdotto com'è noto dal d.lgs. 47/2026, che, con riferimento agli emittenti di nuova quotazione, consente allo statuto di determinare le modalità di elezione degli amministratori in deroga agli artt. 147-ter e 147-ter.1 TUF, prevedendo espressamente che le candidature possano essere presentate anche dal consiglio di amministrazione.

11 Appare porsi in senso ancora più radicale, L. Enriques, *Memoria – Osservazioni allo Schema di decreto legislativo recante attuazione della 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 (A.G. n. 331)*, 2025, p. 24, il quale, con riferimento alla «disciplina della lista del consiglio contenuta nella legge capitali», osserva che «la scelta migliore sarebbe quella di abrogarla puramente e semplicemente» e, dopo aver prospettato per le PMI e le società di futura quotazione la sua non applicazione salvo diversa previsione statutaria, aggiunge che «sarebbe in realtà preferibile che ciò valesse per tutte le società quotate».

12 H. DE BALZAC, *Massime e pensieri di Napoleone* (1838).

Riflessioni sparse sulla funzione di controllo nella disciplina riformata degli emittenti dalla prospettiva del diritto dell'economia

Alberto Urbani
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università Ca' Foscari Venezia

Sommario: 1. Introduzione. - 2. I princìpi generali sulla composizione degli organi. - 3. I doveri dell'organo di controllo. - 4. Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. - 5. Obiettivi raggiunti?

1. Introduzione.

Si può ragionevolmente affermare che l'ampio Capo che nel Testo unico della finanza raccoglie la «*disciplina delle società con azioni quotate*» nel contesto della Parte dedicata agli «*Emittenti*» è, tra tutti, quello nel quale il diritto commerciale assume una posizione di preminenza rispetto agli altri saperi giuridici, compreso il diritto dell'economia. Ovviamente ciò non significa tuttavia che anche in questo ambito manchino interessanti convergenze di interesse scientifico tra giuscommercialisti e giuseconomisti, seppure gli uni e gli altri con il *proprium* che li caratterizza: nonostante infatti il terreno di studio sia lo stesso, i primi, si sa, tendono usualmente a privilegiare i temi di governo societario, soprattutto per coglierne le specificità rispetto alla disciplina generale delle società di capitali, mentre gli studiosi di diritto dell'economia sono più orientati a rilevare le dinamiche di mercato sottese alla scelta dell'impresa di finanziarsi avvalendosi delle opportunità che le si aprono dinanzi a strumenti di negoziazione collettiva quali sono, appunto, i mercati regolamentati; e quand'anche i secondi si occupano di organizzazione interna degli emittenti, i raffronti che vengono maggiormente coltivati non sono tanto quelli con il diritto societario comune, bensì quelli con le discipline settoriali riguardanti le banche, le imprese di investimento e le imprese di assicurazione nella loro dimensione di intermediari finanziari vigilati.

Questa premessa di fondo dalla quale sono partito, di per sé nient'affatto originale,

sta forse alla base della scelta degli organizzatori del convegno di affidare ad un giuseconomista e non a un giuscommercialista il compito di trattare il tema dei controlli interni nelle società emittenti alla luce della riforma del Testo unico della finanza, un argomento che, almeno di primo acchito, sembrerebbe invece "sapere" appunto molto di più di diritto commerciale che di diritto dell'economia. Convinto tuttavia che i confini tra le due discipline siano, come dicevo, probabilmente più metodologici che di stretto contenuto, e tenuto anche conto, d'altronde, che il titolo generale di queste due nostre giornate di lavoro ci sollecita a riflettere non già sulla "riforma del TUF" *tout court*, bensì sulla «Riforma del TUF e *nuove frontiere del diritto dell'economia*» e quindi da una prospettiva di indagine apertamente dichiarata, provo ad offrire alla riflessione comune, *ratione materiae*, alcune primissime sollecitazioni che ruotano in buona sostanza tutte attorno ad una domanda di fondo: se, in quali termini e in quale misura, cioè, gli obiettivi dichiarati dell'intervento riformatore, quali enunciati dai criteri elencati nella legge delega e che dovevano o potevano interessare l'ambito dei controlli interni nelle società emittenti, abbiano trovato effettivo riscontro in articoli del Testo unico novellati o di nuova introduzione, specie in chiave di capacità del nostro ordinamento finanziario nazionale di incidere in modo positivo sulla capacità attrattiva di maggiori investimenti nel mercato globale della circolazione dei capitali.

Per rispondere a questo interrogativo occorre necessariamente partire dall'art. 19, comma 2, della c.d. "legge capitali" n. 21/2024, il quale contiene una dichiarazione d'intenti specificamente vocata al nostro argomento, quella di cui alla lett. *h)*[01]: «assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, *eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo e individuando altresì adeguate forme di coordinamento e di scambio di informazioni per un più efficace contrasto delle irregolarità rilevate*». Proprio in chiave specificamente giuseconomica, non va trascurato tuttavia anche un secondo criterio, enunciato dalla lett. *l)*: «procedere a una complessiva razionalizzazione e al coordinamento del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, *e del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, nonché delle altre disposizioni applicabili nei medesimi ambiti, per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative e per eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo altresì a correggere eventuali disfunzioni riscontrate*».

Tenendo fede alla premessa metodologica iniziale, concentrerò l'attenzione su tre innovazioni specifiche (altre saranno citate solo incidentalmente), prendendo le mosse dall'organo di controllo con le prime due innovazioni, per poi passare al sistema dei controlli interni con la terza; il tutto, *ça va sans dire*, senza alcuna pretesa di esaustività

01 Qui come nel prosieguo, le evidenziazioni all'interno del testo delle norme riportate sono ovviamente mie.

e con tutti i benefici del dubbio che si possono benevolmente riconoscere alle prime letture di norme di nuova introduzione.

2. I princìpi generali sulla composizione degli organi.

La prima disposizione che viene in rilievo è l'art. 147-*bis*.1 t.u.f., norma che enuclea espressamente dei «*Principi generali sulla composizione degli organi*» ponendosi di tal modo come prescrizione di base che sovraintende alla selezione di tutti gli esponenti aziendali (fatta evidentemente eccezione per l'alta direzione), non soltanto dunque di quelli che compongono l'organo di controllo. Alla lettera, l'articolo in parola stabilisce che «*Gli organi di amministrazione e controllo sono eletti, nel rispetto delle specifiche prescrizioni applicabili, secondo norme previste dallo statuto che promuovono e favoriscono la professionalità, rappresentatività e diversità della complessiva composizione del collegio.*».

Pare di tutta evidenza l'intento del legislatore delegato di assicurare un livello qualitativo dei componenti degli organi di vertice delle società emittenti elevato, o per meglio dire adeguato. Sennonché, a ben vedere, occorre ricordare che oltre alle regole specifiche riguardanti le Sim e i gestori autorizzati (art. 13), anche nella parte dedicata agli emittenti il Testo unico della finanza contiene già da diversi anni prescrizioni in tema di requisiti soggettivi dei «membri» (oggi «componenti») degli organi di amministrazione e controllo. Circoscrivendo l'attenzione al solo organo di controllo, l'art. 148 pone infatti vincoli volti ad assicurare l'equilibrio tra i generi (co. 1-*bis*) e soprattutto impone il possesso di requisiti di onorabilità e di professionalità (co. 4), demandando al Ministro della giustizia, di concerto con quello dell'economia e delle finanze, il compito di dettare le norme di dettaglio. A corredo – ma siamo già su un piano diverso – l'art. 148-*bis* pone limiti al cumulo degli incarichi.

Perché, dunque, questa nuova disposizione di carattere generale? Se non mi sfugge qualcosa, l'articolo sembra incidere in termini innovativi unicamente con riguardo all'organo amministrativo, ma non anche a quello di controllo, dato che sino ad oggi per i componenti del primo il possesso di requisiti di professionalità derivava soltanto dall'art. 2 del *Codice di corporate governance* (peraltro richiamato dall'art. 2387 c.c.), a fronte invece del ricordato art. 148 per sindaci, consiglieri di sorveglianza e componenti del comitato per il controllo sulla gestione[02].

02 Circa il diverso atteggiarsi del requisito di professionalità per i componenti dell'organo amministrativo e per i membri del collegio sindacale v. già G. Olivieri, *I controlli "interni" nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 412 e, più di recente, S. Turelli, *Professionalità, competenza degli amministratori e* board diversity, in *Riv. soc.*, 2022, I, p. 437, la quale peraltro osserva che un riferimento al profilo qualitativo dell'organo amministrativo è contenuto anche nella normativa secondaria: in attuazione dell'art. 147-*ter*, co.1 *bis*, t.u.f., l'art. 144-*octies*, co. 1, lett. b.1 del Regolamento Emittenti impone infatti alla società di mettere a disposizione del pubblico le liste dei candidati per la nomina del C.d.A. depositate dai soci corredate anche di «*un'esauriente informativa sulle caratteristiche personali e professionali dei candidati*» (*ivi*, p. 439).

Per vero, il testo dell'articolo pare recare qualche incertezza interpretativa specialmente in riferimento alla prescritta «*diversità*» della complessiva composizione del collegio. Se infatti per "diversità" si intende l'equilibrio di genere, come si è detto questo era già previsto; se teso, invece, alla tutela delle minoranze, ci troveremmo comunque di fronte ad una duplicazione. Per di più, in assenza di connotati autonomi (che potranno forse venire dal regolamento delegato che dovrà essere elaborato dal Ministro della giustizia), rappresentatività e diversità potrebbero addirittura finire per configurarsi come un'endiadi.

Almeno per quanto riguarda l'organo di controllo, dunque, *nihil novi sub sole*: nella sostanza, niente sembra cambiare rispetto alla disciplina attuale.

Stando così le cose, forse allora la nuova disposizione trova la sua ragion d'essere non tanto in una specifica portata precettiva, giacché, fatta salva quella segnalata (parziale) innovazione riguardante l'organo amministrativo, l'articolo in questione riproduce precetti già presenti, quanto piuttosto sul piano sistematico – e d'altronde, in un certo senso a ciò orienta anche la stessa locuzione "princìpi generali" – segnalando che l'ordinamento finanziario, nella sua attuale conformazione d'insieme, ritiene centrale sul piano della *corporate governance* degli emittenti che la composizione dei relativi organi che ne curano l'amministrazione e il controllo rifletta istanze qualitative considerate ormai così rilevanti da essere divenute imprescindibili[03].

Dall'angolo di osservazione del diritto dell'economia, questa norma provoca peraltro alcune ulteriori considerazioni di più ampia portata.

La prima è in realtà una costatazione: ancora una volta è dato ravvisare una dinamica evolutiva dell'ordinamento che vede l'introduzione di norme che inizialmente hanno come destinatarie le sole banche, ma che si connota per una loro progressiva estensione applicativa dapprima ad altri intermediari finanziari vigilati e, successivamente ancora, anche alle società emittenti, per così dire, "non finanziarie", fino talvolta ad approdare, al termine di questo ideale percorso espansivo, al codice civile nella forma di prescrizioni valevoli, ad esempio, per tutte le società per azioni se non per tutte quelle

03 Ancorché argomentando prima della riforma che ci occupa, plaude all'orientamento in parola L.A. Bianchi, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, 2021, p. 73 ss.

di capitali[04]. Da questo punto di vista, nella storia del diritto degli ultimi decenni la legislazione bancaria si è dimostrata più di una volta un laboratorio di sperimentazione di nuove regole, e quando queste hanno superato positivamente il vaglio della loro applicazione concreta nel loro più ristretto ambito originario, spesso sono poi assurte a modello per ulteriori e più ampie applicazioni. È successo così proprio per i requisiti di professionalità e onorabilità, ma anche ad esempio per la disciplina dei gruppi di società[05], oltre che per diverse altre materie.

Un ulteriore rilievo consegue proprio dall'esame dei profili evolutivi della disciplina. Come sappiamo, in origine i requisiti soggettivi dei componenti dell'organo di controllo ruotavano attorno ai due poli della competenza professionale, da un lato, e della onorabilità, dall'altro, ma nel corso del tempo abbiamo imparato a fare i conti con la distinzione tra «requisiti» e «criteri», e tra i primi si è aggiunta l'indipendenza mentre tra i secondi si annoverano la competenza e la correttezza[06]. Adesso, con la novella, incontriamo anche la rappresentatività e la diversità. Di qui l'interrogativo se non ci sia fatti un po' prendere la mano[07]. Ovviamente la questione del livello qualitativo di amministratori e sindaci (e dei loro omologhi nei modelli alternativi) è fuori discussione, ma c'è da chiedersi se non ci si sia lasciati trascinare oltre il dovuto dalla incontrovertibile

04 Tale dinamica evolutiva richiama quella "*cross-fertilisation*" di cui parlava T. Padoa-Schioppa, *Regulating Finance*, Oxford, 2004, p. 64, trad. it. con il titolo *Regole e finanza. Contemperare libertà e rischi*, Bologna, 2011, p. 137, dove si sottolinea l'attitudine delle discipline settoriali, e in particolare di quella bancaria, a costituire un laboratorio di sperimentazione di nuove soluzioni suscettibili di essere recepite in altri settori dell'ordinamento; con specifico riferimento alla disciplina della *governance* bancaria v. anche F. Vella, *Il nuovo diritto societario e la «governance» bancaria*, in *Banca impr. soc.*, 2003, p. 315 e Id., *Il nuovo governo societario delle banche nelle disposizioni di vigilanza: spunti di riflessione*, in *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, a cura di R. Costi e F. Vella, nei *Quaderni di Ricerca Giuridica* della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 62, Settembre 2008, p. 15, il quale annota che «le Autorità nazionali, sin dalle istruzioni del 1985 e 1996 su collegio sindacale e consiglio di amministrazione, per poi proseguire con le circolari del 1998 e 1999 sui controlli organizzativi e i controlli interni, avevano definito una disciplina della *governance* bancaria a fini prudenziali con caratteristiche che di fatto hanno costituito un punto di riferimento per sperimentare soluzioni poi divenute patrimonio comune di tutto il diritto societario, e fonte di ispirazione per la riforma delle società di capitali»; in termini analoghi, più di recente, cfr. altresì L. Nazzicone, *L'art. 2086 c.c.: uno sguardo d'insieme*, in *Gli assetti organizzativi dell'impresa*, a cura di L. Calcagno, F. Di Marzio e L. Nazzicone, nei *Quaderni della Scuola Superiore della Magistratura*, n. 18, 2022, p. 22, dove si osserva che la legislazione bancaria si è rivelata precorritrice di «soluzioni legislative per tutte le imprese».

05 Un cenno autorevole già in V. Buonocore, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.* 2006, I, p. 5 s.; da ultimo cfr. anche E. Fusco, *Assetti organizzativi adeguati dopo il correttivo-*ter *al Codice della crisi*, in *Giust. civ.*, 2024, p. 655 s.

06 Per una sintesi dell'attuale assetto della materia v. C.G. Corvese, *Requisiti e criteri per gli esponenti aziendali di banche e intermediari finanziari: alcuni spunti di riflessione*, in *Banche, Europa e sviluppo economico*, a cura di A. Brozzetti, Pisa, 2023, p. 377 ss.

07 Già prima dell'intervento legislativo che ci occupa, G. Alfano, Fit & proper *nel governo delle banche. Idoneità individuale e adeguatezza collettiva nella prospettiva* della diversity *degli esponenti*, Bari, 2023, p. 215, segnalava «il multiforme (e, spesso, di non agevole ricostruzione) impianto regolamentare dettato *in subiecta materia*».

bontà dell'obiettivo finendo per esagerare quanto a insiemi e sottoinsiemi di requisiti richiesti, costringendo interpreti e operatori del diritto in generale a lambiccarsi ad esempio, come appena segnalato, sulla differenza tra rappresentatività e diversità. Se tra gli intenti dichiarati della riforma c'è anche quello della semplificazione, forse il dubbio non è poi così peregrino.

Terza e ultima considerazione, sempre a proposito di semplificazione. L'art. 148, co. 3 (ex co. 4) t.u.f., nel testo novellato, prevede che «*Con regolamento adottato ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, dal Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, sentiti la Consob, la Banca d'Italia e l'Ivass, sono precisati i requisiti di indipendenza di cui al comma 2 e sono stabiliti i requisiti di onorabilità e di professionalità dei componenti dell'organo di controllo. Il difetto dei requisiti determina la decadenza dalla carica.*». Per l'organo amministrativo c'è, parzialmente, un omologo nell'art. 147-*quinquies*, co. 1. Premesso che già prima della riforma la competenza regolamentare era in capo al Ministro della giustizia, ci si può chiedere se in una prospettiva di «razionalizzazione e coordinamento» tra Testo unico bancario, Testo unico della finanza e codice delle assicurazioni, ma anche all'interno dello stesso t.u.f. (come previsto dal secondo dei due criteri di delega che ho prima evidenziato), non sarebbe stato preferibile trasferire questa competenza al Ministro dell'economia, tanto più in considerazione della circostanza che al riparto di competenze tra le autorità si è posta comunque mano, ad esempio, nell'art. 13, co. 6, con riferimento agli esponenti aziendali delle imprese di investimento, in quel caso espungendo la Consob dal processo decisionale a favore della Banca d'Italia.

3. I doveri dell'organo di controllo.

Il secondo ambito sul quale vorrei soffermare l'attenzione attiene ai doveri dell'organo di controllo, a seguito della modifica dell'art. 149 t.u.f., norma sin qui dedicata al solo collegio sindacale e che ora invece vede appunto come destinatario l'organo di controllo *tout court*.

Il testo attuale della disposizione è il seguente: «*1. L'organo di controllo*, salvo quanto diversamente stabilito dalla normativa di settore, *vigila: a) sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo; b) sul corretto funzionamento dell'organo amministrativo e in particolare sulla diligente osservanza delle regole istruttorie, procedimentali e decisionali elaborate dalle migliori prassi; c) sull'adeguatezza e sul* concreto funzionamento *dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società, ivi compreso il sistema di controllo interno di gestione dei rischi e il coordinamento delle sue funzioni; d) sulle modalità di* concreta attuazione *delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi; e) sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate ai sensi dell'articolo 114, comma 2. 2. L'organo di* controllo comunica senza indugio alla Consob *tutti gli atti o fatti accertati nell'attività di vigilanza che possano costituire una irregolarità nella gestione dell'impresa o una violazione della legge o dello statuto, trasmettendo i*

relativi verbali delle riunioni e degli accertamenti svolti e ogni altra utile documentazione. 3. Il comma 2 non si applica alle società con azioni quotate solo in mercati regolamentati di altri paesi dell'Unione europea.».

La norma è complessa e in questa sede non posso che trasmettere alcune reazioni che ho avuto nel leggerla.

Innanzitutto, questo articolo fa il paio con il nuovo art. 2396-*quinquies* (erede del "vecchio" art. 2403): il primo comma, infatti, riproduce pressoché alla lettera il primo comma della norma codicistica. In entrambi, balza immediatamente agli occhi l'impiego ripetuto dell'aggettivo «concreto», tramite il quale si intende palesemente indicare che le verifiche richieste non possono essere limitate a valutazioni superficiali che si arrestino ad attestazioni formali di conformità alle norme e ai princìpi di buona amministrazione, ma devono addentrarsi con spirito critico nella prassi operativa della società, per accertare che l'assunto astratto trovi effettivo riscontro nell'*agere* dell'impresa. In termini positivi, verrebbe da dire, un po' come si è già avuto modo di evidenziare con riferimento ai requisiti soggettivi dei componenti degli organi di amministrazione e controllo, che anche in questo caso assistiamo all'intento del legislatore di innalzare gli standard qualitativi richiesti agli emittenti (anzi, ad onor del vero, qui non solo agli emittenti ma a tutte le società per azioni).

Segnalo per inciso che appare riconducibile alla stessa *ratio* pure il nuovo art. 149-*ter*, rubricato «*Sistemi di monitoraggio e strumenti di controllo*», a mente del quale «*Qualora ai fini del controllo interno siano adottati sistemi di monitoraggio continuo e strumenti di controllo automatici e predittivi, essi devono essere adeguati e proporzionati alla natura e alle dimensioni dell'impresa e ai rischi ai quali essa è esposta.*». La qualità del controllo può oggi utilmente avvalersi, infatti, anche dell'ausilio di strumenti di intelligenza artificiale, e le capacità predittive offerte dalla c.d. *CorpTech* ed evocate dalla stessa disposizione richiamata assecondano in pieno le esigenze "prudenziali" dell'intero ordinamento finanziario[08].

Tornando però subito all'art. 149, dal dettato del 2° comma (che in precedenza era il 3°) si può cogliere un secondo motivo di apprezzamento, là dove si prescrive all'organo di controllo di «comunica[re] senza indugio alla Consob» ogni atto o fatto accertato nell'attività di vigilanza che possa costituire una irregolarità nella gestione o una violazione della legge o dello statuto.

Come dicevo, l'obbligo in questione non è nuovo, ma il decreto legislativo appena approvato ne amplia la portata aggiungendo al riferimento alle irregolarità, già presente,

08 In argomento, per tutti, v. ultimamente N. Abriani, *Intelligenza artificiale e organi di controllo e supervisione. Una "lente d'ingrandimento intelligente" tra soft law e nuove regole per la CorpTech*, in *Riv. dir. soc.*, 2026, p. 485 ss. e E. Cecchinato, *L'attività di vigilanza dell'organo di controllo delle società per azioni comuni e di quelle operanti nei mercati finanziari alla prova dell'intelligenza artificiale*, ivi, p. 501 ss.; in precedenza, tra altri, U. Tombari, *Intelligenza artificiale e* corporate governance *nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1432 s.

quello alle "violazioni": estensione opportuna, e che al contempo conferma una volta di più la rilevata *vis expansiva* della legislazione bancaria, posto che da sempre l'omologo art. 52 t.u.b. cita sia le une che le altre. Al riguardo, si potrebbe peraltro avanzare un modesto suggerimento in vista dei decreti correttivi o integrativi che sono già previsti dalla legge delega: la nuova disposizione infatti, per vero come già nel testo previgente, fa improvvido riferimento alla trasmissione dei «verbali» delle riunioni, in ciò riproducendo altresì quella che era la formulazione originaria della norma bancaria, formulazione però non a caso nel Testo unico bancario successivamente modificata per evitare situazioni di *impasse* specie qualora, per qualsivoglia motivo, il collegio sindacale non approdasse alla redazione di un vero e proprio verbale. Sarebbe opportuno non dimenticare ed anzi far tesoro di questo segnalato percorso evolutivo della norma dettata per le banche e riprenderne finalmente anche nel Testo unico della finanza l'attuale formulazione; il tutto tra l'altro, se vogliamo, anche in omaggio a quel criterio di razionalizzazione enunciato dalla legge delega e che ancora una volta ci troviamo a richiamare.

Lascio invece sullo sfondo un ulteriore spunto critico, che meriterebbe delle riflessioni che in questa sede non ci possiamo permettere, ragione per cui vi accenno soltanto. È noto che sin da quando, nel 1993, l'art. 52 t.u.b. vide la luce (poi riprodotto, con gli ovvi adattamenti, non solo nel t.u.f. ma anche nel codice delle assicurazioni), la dottrina e più ancora gli stessi componenti dell'organo di controllo si interrogano sull'area effettiva delle anomalie da segnalare alla rispettiva autorità di vigilanza[09]. Personalmente sono orientato a rispondere a questo interrogativo facendo leva sulla c.d. meta-norma dell'art. 5 t.u.b. (e dei suoi omologhi in ambito finanziario e assicurativo), ritenendo cioè che – fatte salve le cautele tuzioristiche del caso per evitare di incorrere in responsabilità – il criterio discretivo principale vada ravvisato nel consueto canone della sana e prudente gestione, sicché, secondo questa chiave di lettura, l'organo di controllo sarebbe tenuto ad esternare il rilievo alla Vigilanza, senza limitarsi cioè ad attivarsi per rimuovere l'anomalia rilevata con i soli strumenti endosocietari di cui dispone, ogniqualvolta ritenesse che la violazione o l'irregolarità riscontrata possa incidere in termini negativi sulla sana e prudente gestione dell'ente. *Quid iuris*, però, con riguardo agli emittenti che non siano al contempo intermediari vigilati? In questo caso il parametro della sana e prudente gestione non soccorre più, di tal ché non resta che aggrapparsi al

09 Cfr., nel corso del tempo, S. Scotti Camuzzi, *Specificità dei compiti di controllo dei sindaci sull'amministrazione delle banche*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, I, p. 7 ss.; U. Morera, *I sindaci delle banche*, in *Dir. banc. fin.*, 1999, I, p. 214 ss.; F. D'Angelo, *I sindaci delle società bancarie nel quadro dei controlli interni*, Milano, 2000, *passim*; P. Lucantoni, *Il collegio sindacale nelle banche: l'attività di controllo e il raccordo funzionale con la Banca d'Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, I, p. 166 ss.; Id., *Commento* sub *art. 52*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Belli *et alii*, Bologna, 2003, p. 736 ss.; P. Montalenti, *Il dovere di comunicazione del collegio sindacale alla Consob delle irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza, in Riv. dir. comm.*, 2016, II, p. 1 ss.; G. Petroboni, *I doveri di segnalazione di sindaci e revisori alle autorità di vigilanza*, Milano, 2018, p. 47 ss.; V. Troiano, *Commento* sub *art. 52*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, IV ed., Padova, 2018, p. 579; G. Carraro, *Aspetti del controllo nelle società bancarie*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2026, p. 204 ss.

criterio generale della diligenza sancito dall'art. 2407 c.c. Forse il non avere affrontato la questione in termini più generali in sede di riforma del Testo unico della finanza è un'occasione mancata; e temo sia eccessivamente ottimistico aspettarsi un contributo chiarificatore da parte degli ulteriori decreti, per quanto questi ultimi, a dire il vero, oltre che correttivi potrebbero anche essere integrativi, come espressamente previsto dalla delega l. n. 21/2024.

Un'ultima considerazione in argomento riguarda l'inciso «salvo quanto diversamente stabilito dalla normativa di settore», inciso divenuto tale solo nell'ultimissima versione dell'articolo, visto che fino a quella precedente formava invece oggetto di un periodo a sé a chiusura del primo comma. In questo caso il legislatore delegato pare avere optato per un approccio diverso e per certi versi distonico rispetto all'orientamento, riscontrabile altrove e prima segnalato, ad estendere in via tendenziale e secondo una dinamica progressiva a tutti gli emittenti regole nate nell'alveo più ristretto degli intermediari vigilati. Fortunatamente non si è ricorsi al criterio della compatibilità («in quanto compatibili», si legge in altri contesti), che sarebbe stato presumibilmente foriero di incertezze interpretative ancora maggiori, ma temo purtroppo che, ciò nonostante, i dubbi esegetici e applicativi non mancheranno. Ad una banca o ad un'impresa di assicurazione quotata, ad esempio, sarà richiesto un esercizio di integrazione tra fonti normative al quale è sì già ampiamente allenata, ma che nondimeno potrebbe talvolta dimostrarsi impegnativo, con buona pace delle istanze promosse dai criteri della legge delega.

4. Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Sotto il profilo delle interferenze tra disciplina generale e disciplina settoriale, un rilevante banco di prova potrebbe essere rappresentato dal novello art. 147-*sexies*, ultima norma sulla quale spendo qualche parola e che sposta la nostra attenzione – come anticipato – dall'organo di controllo al sistema dei controlli interni. Si noti che la sua collocazione è nella Sezione IV-*bis* dedicata agli «Organi di amministrazione» e non invece tra quelle incentrate sugli «Organi di controllo».

Il testo è il seguente:

«1. Gli organi delegati curano il buon funzionamento e l'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. 2. Il consiglio di amministrazione assicura e valuta il coordinamento delle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi al fine di disporre di una rappresentazione unitaria, tempestiva e sistematica dei rischi. 3. Nei limiti delle competenze ad essi rispettivamente assegnate, il comitato preposto al controllo dei rischi ovvero l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, ove previsti, tenuto conto di criteri di materialità determinati dalla natura e dalle dimensioni dell'impresa, assicurano la rappresentazione unitaria dei rischi ai quali è esposta la società sulla base delle informazioni rivenienti dalle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e nella gestione dei rischi nonché di idonei indicatori anche non finanziari. Di tale rappresentazione è dato conto nella relazione di cui all'articolo 123-bis.».

Qui, in effetti, il rischio che l'intersezione tra norme generali e norme speciali si traduca in un rompicapo di difficile soluzione cresce sensibilmente. Non è questa la sede per addentrarsi in una *side-by-side comparison* tra la nuova disposizione in parola e, in particolare e a titolo esemplificativo, i capitoli delle *Disposizioni di vigilanza per le banche* sul «*Governo societario*» e su «*Il sistema dei controlli interni*», ma il solo fatto che entrambi questi ultimi seguano, come sappiamo, un'impostazione che ripartisce le competenze per funzione (supervisione strategica; gestione; controllo) e non per organo, lascia presagire la necessità di qualche sforzo ermeneutico aggiuntivo[10]. Un esempio per tutti: nella normativa settoriale bancaria l'elaborazione e l'approvazione del *Risk Appetite Framework* sono di competenza dell'organo con funzioni di supervisione strategica e sono attività da ritenersi non delegabili, ma nello sforzo di ricondurle all'art. 147-*sexies* t.u.f. non è facile né immediato stabilire se queste rientrino tra le prerogative del consiglio di amministrazione (ma perché non anche, poi, dell'organo amministrativo *tout court*?) (co. 2) o del comitato preposto al controllo dei rischi ovvero dell'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (co. 3).

Più in generale – se posso avanzare qualche riserva al riguardo – mi sembra di trovare, da un lato, inspiegabilmente disordinata la successione dei commi nei quali è strutturato l'articolo in discorso, che partono dagli organi delegati, per passare al consiglio di amministrazione nella sua interezza e per finire nuovamente con gli organi delegati; dall'altro, di difficile intellegibilità la distinzione tra il compito di «assicur[are] e valut[are] il coordinamento delle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi al fine di disporre di una rappresentazione unitaria, tempestiva e sistematica dei rischi» e quello di «assicur[are] la rappresentazione unitaria dei rischi ai quali è esposta la società sulla base delle informazioni rivenienti dalle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e nella gestione dei rischi»[11]. Forse si è inteso dire che l'organo amministrativo si limita a coordinare mentre i soggetti di cui al terzo comma "fanno", ma anche se così fosse a me questa parrebbe comunque una distinzione tanto sottile da risultare labile se non addirittura evanescente, posto che per assicurare una rappresentazione unitaria – locuzione presente in entrambi i commi – un'attività di coordinamento si pone comunque come necessaria.

10 Sin da quando l'impianto attuale delle *Disposizioni di vigilanza per le banche* in materia di assetti organizzativi banche fece il suo ingresso nella normativa di settore, cfr. i dubbi interpretativi sollevati da G. Lemme, *Le disposizioni di vigilanza sulla governance delle banche: riflessioni a tre anni dall'intervento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, p. 715 ss.

11 In termini più generali di quelli che qui ci occupano, sulla questione dei profili di responsabilità correlati alla presenza di comitati endoconsiliari nelle banche cfr. M. Houben, *La distribuzione delle responsabilità nei consigli di amministrazione con comitati interni investiti di funzioni istruttorie, propositive e consultive*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, p. 439 ss., e in una prospettiva di portata ancora più estesa riferita a tutte le s.p.a. quotate, v. ultimamente N. Michieli, *Comitati endoconsiliari e decentramento della funzione amministrativa*, Torino, 2025.

5. Obiettivi raggiunti?

Alla luce di tutto quanto precede e per concludere, posso allora forse tentare una risposta di sintesi alla domanda che avevo proposto in apertura: in quali termini, cioè, gli obiettivi dell'intervento di riforma rilevanti per l'ambito dei controlli interni nelle società emittenti, come enucleati dalla legge delega, siano stati effettivamente perseguiti, se non conseguiti, mediante la revisione del Testo unico.

Come quasi sempre accade, anche in questo intervento riformatore si possono rilevare luci e ombre.

In chiave positiva, sul fronte della funzione di controllo risultati apprezzabili, quanto meno sul piano dell'agilità nella consultazione, si registrano a mio avviso nella disciplina generale del codice civile, in conseguenza della scelta di fondo di organizzare in modo più chiaro e razionale le disposizioni in materia di amministrazione e controllo.

Guardando viceversa al Testo unico della finanza, fatto salvo lo sforzo, comunque encomiabile, di curare aggiustamenti e rifiniture formali e preso atto del lodevole impegno, almeno in termini ottativi, di migliorare l'efficacia delle verifiche anche attraverso l'innalzamento del livello qualitativo dei soggetti che sono chiamati a concorrervi, francamente ho l'impressione di trovarci di fronte al proverbiale topolino partorito dalla montagna. Riprendendo infatti l'indicazione riveniente dalla lett. *h)* dell'art. 19 della legge delega, non mi sembrano ravvisabili passi in avanti significativi nella direzione di «*assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni*», specie alla luce dei limiti intrinseci del "nuovo" art. 147-*sexies* poc'anzi evidenziati; non rilevo, in particolare, indicazioni univoche su compiti delegabili e compiti non delegabili, registrando anzi in argomento qualche probabile confusione in più. Certamente, come si è visto, il «coordinamento» tra le strutture di controllo viene quanto meno auspicato (il riferimento è sempre all'art. 147-*sexies*), ma con risultati effettivi che nella migliore delle ipotesi potranno derivare soltanto dagli apporti della normativa di rango subordinato. Guardando invece al contrasto delle situazioni patologiche, nella riscrittura dell'art. 149 le «irregolarità» menzionate nella disposizione delegante vengono tradotte in «violazioni», aggiunte alle prime, ma questo invero è un bene, perché semmai il limite semantico risiede, a monte, nella citata lett. *h)*. Parimenti – e sempre con riferimento circoscritto al tema specifico della funzione di controllo – anche il criterio di delega stabilito dalla lett. *l)* non mi sembra avere prodotto innovazioni di particolare momento.

Se per quest'ultimo aspetto possiamo forse confidare nel vagheggiato futuro "testo unico dei testi unici" con il quale si vorrebbero accorpare in un solo «codice» Testo unico bancario, Testo unico della finanza e codice delle assicurazioni, per il primo probabilmente non c'è che da contare sui decreti correttivi e integrativi; augurandoci di non dover attendere che la spinta propulsiva venga magari avviata ancora una volta dalla legislazione bancaria.

La modalità di svolgimento dell'assemblea secondo il nuovo art. 125-bis.1 TUF

ALESSIO DI AMATO
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Salerno

SOMMARIO: 1. L'autonomia statutaria. - 2. Il potere dell'organo amministrativo nella definizione del modello di svolgimento dell'assemblea. - 3. L'assemblea delle società con azioni ammesse alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione. - 4. L'assemblea delle società cooperative. - 5. L'informativa pre-assembleare. - 6. Considerazioni conclusive.

1. L'autonomia statutaria.

L'art. 6, comma 1, lett. l), del d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47[01], ha introdotto nel TUF l'art.

01 Con il d.lgs. n. 47/20266 il Governo ha dato attuazione alla delega disposta dalla l. 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. legge capitali) volta a riformare organicamente le disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal TUF. In particolare, il secondo comma dell'art. 19 della l. n. 21/2024, nel testo risultante dalle modifiche introdotte dalla l. 11 marzo 2025, n. 28, indicava i «principi» ed i «criteri direttivi» che il legislatore delegato avrebbe dovuto seguire nell'esercizio della delega, tra cui, alla lett. b), erano contemplati quelli di «aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi la partecipazione assembleare, la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, anche con riferimento alle soglie di partecipazione, in linea con gli standard internazionali, e la possibilità di prevedere sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, riducendo gli obblighi e gli oneri previsti a legislazione vigente» (sull'art. 19 della l. n. 21/2024, cfr., P. MARCHETTI, *art. 19*, in AA.VV., *Commentario alla Legge Capitali*, (a cura di) P. Marchetti e M. Venturozzo, Pisa, 2024, 152 e ss., che sottolinea come i criteri e principi direttivi enunciati dall'art. 19 corrispondano «quasi letteralmente» agli obiettivi indicati nel Libro Verde su *«La competitività dei mercati finanziari a supporto della crescita»* redatto dal Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2 marzo 2022). Va segnalato che, nella versione originale, la lett. l) del primo comma dell'art. 6 del d.lgs. n. 47/2026 non contemplava la materia della «partecipazione assembleare», che è stata esplicitamente inserita nell'oggetto della delega dalla lett. a) del primo comma dell'art. 1 della l. n. 28/2025. Il d.lgs. n. 47/2026 è stato pubblicato il 14.4.2026 nella Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 86 – Supplemento Ordinario n. 14.

125-*bis*.1[02], rubricato «Modalità di svolgimento dell'assemblea».

La disposizione rimette, anzitutto, all'autonomia statutaria la scelta della modalità di svolgimento dell'assemblea delle società quotate.Il primo comma stabilisce, infatti, che «lo statuto può prevedere la modalità esclusiva con cui l'assemblea può essere svolta».

Da una prima lettura potrebbe dedursi che l'aggettivo qualificativo impiegato consenta di prevedere nello statuto solamente un'unica ed esclusiva modalità di svolgimento dell'assemblea. Una simile interpretazione, tuttavia, finirebbe per irrigidire proprio quella «semplificazione organizzativa»[03] che costituisce una delle principali finalità della riforma, diretta a modernizzare il procedimento assembleare delle società quotate e, più in generale, a rendere il mercato domestico dei capitali maggiormente attrattivo e competitivo[04], nella consapevolezza che «il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari della società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociale e di governo»[05].

Sembra, dunque, più coerente con la *ratio* della nuova disciplina ritenere che lo statuto possa, non solo individuare un unico ed esclusivo modello assembleare, ma anche ammettere che l'assemblea si svolga attraverso alcuni dei diversi modelli ammessi dal legislatore[06], affidando all'organo amministrativo il compito di scegliere quello concre-

02 L'art. 125-*bis*.1 è stato inserito nella Sezione II (Diritti dei soci) del Capo II (Disciplina delle società con azioni quotate), del Titolo III (Emittenti) della Parte IV (Disciplina degli emittenti) del TUF. È appena il caso di ricordare che, ai sensi dell'art. 119 TUF, la disciplina dettata dal Capo II del Titolo III del TUF si applica «salvo che sia diversamente specificato, alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea».

03 La Relazione Illustrativa del d.lgs. n. 47/2026 evidenzia come la modifica sia «finalizzata a favorire la funzionalità e la fluidità di svolgimento delle assemblee delle società quotate mediante ricorso, anche in via concorrente, a modalità alternative alla riunione "in presenza", in una logica efficientista, di semplificazione organizzativa, di piena trasparenza informativa e parità di accesso alle informazioni, e di razionalizzazione della dialettica assembleare, in linea con le esigenze di contenimento della durata dei lavori, di incremento del livello qualitativo dell'illustrazione dell'organo amministrativo sulle questioni più rilevanti, nonché di snellimento degli interventi».

04 Così come esplicitamente indicato dalla lett. a) del secondo comma dell'art. 19 della l. n. 21/2024 che segnalava l'esigenza di «rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali» (in arg. P. Marchetti, *art. 19*, cit., 156).

05 Cfr. Considerando 14 della Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17.5.2017 (cd. SRD II).

06 Di recente, sulle diverse opzioni introdotte dalla legislazione emergenziale Covid 19, A. Busani, *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, in *Le Società*, 2020, 393 e ss.

tamente più adeguato alla singola riunione da convocare[07]. Debbono, inoltre, ritenersi ammissibili clausole statutarie che consentano lo svolgimento dell'assemblea in forma ibrida, combinando diversi modelli organizzativi, così come clausole che distinguano le modalità di svolgimento dell'assemblea in base alla natura delle materie da trattare.

Il comma 1 dell'art. 125-*bis*.1 TUF non pone limiti all'autonomia statutaria. Ai soci è anche consentito di prevedere che l'assemblea si svolga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, secondo il modello della c.d. assemblea a distanza (o da remoto), ovvero che l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto avvengano esclusivamente per il tramite del rappresentante designato dalla società, secondo il modello della c.d. assemblea a porte chiuse, introdotto dalla legislazione emergenziale e poi trasfuso nella facoltà di *opt-in* statutario prevista dal previgente art. 135-*undecies*.1 TUF, oggi abrogato[08].

Il legislatore delegato, tuttavia, si è mostrato consapevole del rischio che il ricorso esclusivo a queste modalità organizzative potesse disincentivare l'investimento nelle società quotate italiane, stante l'interesse spesso manifestato dagli investitori istituzionali a poter avere un confronto diretto in assemblea con l'organo gestorio e gli altri soci[09].

Conseguentemente, il quinto comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF prevede che, ove lo statuto disponga che l'assemblea si debba svolgere esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione oppure mediante il rappresentante designato dalla società, i soci che rappresentino, anche congiuntamente, almeno un ventesimo del capitale sociale con diritto di voto sulle materie poste all'ordine del giorno — ovvero la minore aliquota eventualmente prevista dallo statuto — possano chiedere, entro cinque giorni dalla pubbli-

07 La soluzione interpretativa sembra confermata dalla lettera del secondo comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF, che attribuisce all'organo amministrativo il compito di individuare le modalità di svolgimento dell'assemblea, quando «lo statuto non preveda la modalità esclusiva con cui l'assemblea può essere svolta ai sensi del comma 1». Peraltro, è questa la soluzione seguita da alcuni emittenti che, a seguito dell'entrata in vigore dell'art. 135-*undecies*.1 TUF, hanno modificato i propri statuti attribuendo all'organo amministrativo la facoltà di decidere che l'assemblea potesse svolgersi esclusivamente nella modalità «a porte chiuse» (in arg., con riguardo alla regola introdotta dall'art. 135-*undecies*.1 TUF, C. Marchetti e M. Venturozzo, *Note sulle assemblee tramite rappresentante designato*, in *Le Società*, 2024, 825).

08 L'art. 135-*undecies*.1 TUF, rubricato «Intervento in assemblea mediante il rappresentante designato», è stato introdotto dall'art. 11 della l. n. 21/2024 ed è stato abrogato dalla lett. t) dell'art. 6 del d.lgs. n. 47/2026. La prima parte del primo comma di tale disposizione recitava: «lo statuto può prevedere che l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto avvengano esclusivamente per il tramite del rappresentante designato ai sensi dell'articolo 135-*undecies*» (in arg., cfr. S.P. Rossi, *Art. 11.*, cit., 71 e ss.).

09 Si osserva che: «per gli investitori di tutto il mondo sembra resti fondamentale che l'assemblea possa continuare ad assumere una funzione di luogo di informazione, dibattito e confronto e non essere ridotta a un asettico momento di registrazione delle decisioni di voto» (cfr., Associazione del Risparmio Gestito (Assogestioni), *Interventi a sostegno della competitività dei capitali (AS 674)*, Audizione Assogestioni. Documento acquisito alla 6° Commissione permanente (Finanza e Tesoro), 7 giugno 2023, reperibile su *www.senato.it*).

cazione dell'avviso di convocazione, che l'assemblea si svolga mediante adunanza in luogo fisico, senza ricorso in via esclusiva al rappresentante designato o ai mezzi di telecomunicazione. In tale ipotesi gli amministratori sono tenuti a dare notizia, entro tre giorni, mediante integrazione dell'avviso di convocazione, della nuova modalità di svolgimento dell'assemblea[10].

La previsione introduce, dunque, un significativo presidio di tutela per gli azionisti titolari di partecipazioni qualificate, normalmente corrispondenti a quelle detenute da quegli operatori finanziari il cui investimento potrebbe esprimere un interesse economicamente apprezzabile al confronto assembleare e, più generalmente, alla partecipazione al governo societario[11].Essa, perciò, impedisce che la scelta per modelli assembleari integralmente dematerializzati o intermediati sia rimessa in modo definitivo ed insindacabile alla maggioranza degli azionisti (o, come previsto dal secondo comma dell'art. 121*bis*.1 TUF, all'organo amministrativo) riconoscendo alla minoranza qualificata la possibilità di riaprire, almeno in parte, lo spazio della presenza fisica e del confronto diretto[12].

La regola evidenzia come il nuovo sistema non muova più dall'idea della presenza fisica come componente irrinunciabile del metodo assembleare[13], ma tenda piuttosto a preservarla nei soli casi in cui essa sia richiesta da una frazione della compagine sociale

10 La violazione dell'obbligo di convocazione da parte dell'organo amministrativo fa verosimilmente scattare il medesimo obbligo a carico del collegio sindacale, in virtù di quanto previsto dall'art. 2406 cod. civ. (che non è indicato dall'art. 154 TUF tra le disposizioni non applicabili ai sindaci delle società quotate). È dubbio, invece, in ragione del principio di tipicità degli illeciti amministrativi sancito dall'art. 1, l. 24.11.1981, n. 68, se l'omessa integrazione della convocazione possa essere punita con la sanzione amministrativa di cui all'art. 2631 cod. civ.

11 Il Considerando 15 della SRD II sottolinea che «gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell'Unione e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo societario di queste ultime».

12 La lettera della disposizione non chiarisce se, ai fini del raggiungimento della soglia, possano essere computati soltanto gli azionisti che abbiano presentato una richiesta unitaria, ovvero anche più richieste autonome che, considerate cumulativamente, consentano di raggiungere la percentuale richiesta. Quest'ultima soluzione potrebbe essere preferibile, ove si consideri che, nel nuovo sistema, il diritto degli azionisti al confronto assembleare, pur non assumendo più i caratteri di una prerogativa inderogabile, sembra conservare comunque un significativo rilievo sistematico, in coerenza con le indicazioni offerte dalla disciplina dettata a livello europeo, la quale, pur non imponendo agli Stati membri di garantire la partecipazione ai lavori assembleari, persegue l'obiettivo di aumentare (e non diminuire) le modalità partecipative possibili, richiedendo che le misure che comprimono la collegialità siano derivate da una scelta presa dal socio per ogni singola assemblea. In questa prospettiva, si potrebbe ipotizzare l'obbligo degli amministratori di predisporre, o quantomeno indicare nell'avviso di convocazione, modalità idonee a consentire la presentazione e il coordinamento delle richieste.

13 Sin dalla riforma del 2003, viene segnalato come, con l'ammissione dell'esercizio del voto per corrispondenza, prima dell'adunanza, sia entrata in crisi la fase della «riunione», «poiché questa non costituirebbe più il momento solenne in cui l'assemblea esercita sulla società una sovranità che, nel regime attuale, avrebbe ormai definitivamente perso» (A.M. Luciano, *Riunione assembleare e diritto d'intervento*, Milano, 2022, 10).

dotata di una rappresentatività minima[14].

Conclusione che viene confermata anche dalla circostanza che l'eventuale esercizio della predetta facoltà non assicura necessariamente a tutti i soci il diritto di intervenire

14 Nella fase di consultazione la disposizione è stata oggetto di critiche. È stato osservato che è «irragionevole prevedere una soglia per l'esercizio del diritto di discussione parametrata al capitale sociale. Quel che si vuole è che i soci senza una reale esposizione finanziaria all'andamento della società possano disturbare pretestuosamente i lavori dell'assemblea. Sarebbe dunque più sensata una soglia in termini assoluti, come ad esempio 50.000 euro di controvalore delle azioni possedute» (L. Enriques, *Osservazioni allo Schema di decreto legislativo*, 29, reperibile su www.senato.it). È stato anche rilevato che «tenuto conto dell'eterogeneità dei valori di capitalizzazione delle società quotate nel mercato regolamentato, la soglia individuale di possesso azionario non dovrebbe essere parametrata al capitale sociale, in quanto nelle società di maggiori dimensioni tale criterio potrebbe tradursi, in termini economici, in un investimento oltremodo oneroso. Secondo una prima stima (sulla base di dati di capitalizzazione aggiornati a fine 2024), per partecipare alla discussione nel corso dell'assemblea di una società del FTSE-MIB – che preveda una soglia di possesso azionario pari allo 0,1% - occorrerebbe, in media, un investimento di 15 milioni di euro. Sarebbe, in proposito, preferibile ancorare la soglia a un differente parametro, che può essere – ad esempio, commisurato al controvalore delle azioni possedute, entro limiti ragionevoli e proporzionati alla finalità perseguita, oppure rapportato al numero delle azioni possedute, come avviene in Spagna» (cfr. Audizione del Presidente della Consob avanti alle Commissioni Riunite Giustizia e Finanze del 27.11.2025, reperibile su www.senato.it).

nella discussione assembleare[15].

Il quarto comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF consente, infatti, allo statuto (o, in alternativa, al regolamento adottato dall'organo amministrativo di cui si dirà nel successivo paragrafo) di subordinare la partecipazione alla discussione dell'assemblea che viene convocata nelle modalità «in presenza» o «a distanza», al possesso di una soglia individuale di partecipazione, che non può essere superiore allo 0,5 per mille del capitale sociale, e che deve essere verificata sulla base delle azioni possedute al termine della giornata indicata dall'art. 83-*sexies*, secondo comma, TUF, ossia alla c.d. *record date*.

Il secondo periodo del citato quarto comma ribadisce, peraltro, che il mancato raggiungimento della soglia partecipativa non incide sul diritto del singolo azionista di porre domande prima dell'assemblea, come previsto dall'art. 127-*ter*, nonché di presentare proposte di deliberazione, nel rispetto dei requisiti indicati dall'art. 126-*bis*.

A conferma che, come anche rilevato nella Relazione Illustrativa, l'intenzione del legislatore delegato è solo quella di incidere su una delle modalità di esercizio del diritto di *voice* dell'azionista, contenendo quelle forme di partecipazione assembleare che, pur

15 cfr., N. Atlante e G. Ferri jr, *La nuova figura del rappresentante designato obbligatorio nella legge capitali: primi problemi interpretativi*, in *Consiglio Nazionale del Notariato*, Studio n. 41-2024, 5, osservano che, dal Considerando n. 10, si deduce che la Direttiva SRD I «non impone al legislatore nazionale di riconoscere all'azionista il diritto a partecipare personalmente ed individualmente all'assemblea, quanto piuttosto, e soltanto, il diritto a essere informato circa la corretta rilevazione del proprio voto da parte della società, con qualunque modalità e da chiunque sia stato espresso nelle forme consentite dalla legge: compreso dunque quello espresso tramite il rappresentante designato». Altri autori, invece, ritengono che «pur a fronte di queste argomentazioni sulla compatibilità con le specifiche norme comunitarie, permangono dubbi sulla coerenza del nuovo art. 135-*undecies*.1 t.u.f. con i principi ispiratori e con gli obiettivi generali delle Dir. SHRD 1 e SHRD 2, entrambe volte ad ampliare le possibilità di partecipazione e interazione per gli azionisti. Limitare le possibilità di scelta e comprimere i diritti di *voice* – sia pur all'esito di una precisa opzione statutaria – per rispondere a esigenze di maggiore efficienza e contenimento di costi per gli emittenti che, per pur comprensibili ragioni, preferiscono eliminare il rito assembleare, non appare del tutto coerente con lo spirito e con gli obiettivi delle Direttive europee in materia di diritti degli azionisti» (P. Rainelli, *L'intervento nelle assemblee di s.p.a. quotate tramite il rappresentante designato*, in *Giur. it.*, 2024, 2717 e s.; S.P. Rossi, *art. 11*, cit., 81). Secondo la Massima n. 200 del 23.11.2021 del Consiglio Notarile di Milano: «Sono legittime le clausole statutarie di s.p.a. e di s.r.l. che, nel consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, ai sensi dell'art. 2370, comma 4, c.c., attribuiscono espressamente all'organo amministrativo la facoltà di stabilire nell'avviso di convocazione che l'assemblea si tenga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, omettendo l'indicazione del luogo fisico di svolgimento della riunione». Si legge nella motivazione della massima che «sembra potersi affermare che lo svolgimento della riunione esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione non costituisca una potenziale lesione dei principi ... di collegialità, buona fede e parità di trattamento tra i soci. Non sembra così per quanto concerne il principio di collegialità, comunque garantito dalle attuali soluzioni tecnologiche, le quali consentono – ed anzi in una certa misura favoriscono – il dialogo tra i partecipanti e lo scambio di documenti in tempo pressoché reale. Parimenti, sia il principio di buona fede che quello di parità di trattamento dei partecipanti si possono ritenere rispettati ogni qual volta la società metta a disposizione di tutti gli aventi diritto i necessari collegamenti telematici, senza discriminazione tra i soci e senza compressione del loro diritto di partecipare, discutere ed esprimere il proprio voto.

formalmente riconducibili all'esercizio di un diritto sociale, possono tradursi in un uso strumentale della seduta, con conseguente allungamento dei lavori e riduzione dell'efficienza deliberativa[16]. Così tentando di trovare un punto di equilibrio tra l'esigenza degli emittenti ad evitare che la discussione assembleare sia appesantita da interventi meramente dilatori, ripetitivi o non funzionali all'approfondimento delle materie poste all'ordine del giorno. E quella degli investitori istituzionali ad una piena esplicitazione del proprio diritto di *voice*.

Resta, invece, incerto se i soci cui è preclusa la partecipazione alla discussione, perché privi della minima soglia partecipativa, possano comunque accedere fisicamente al luogo della riunione, ovvero collegarvisi telematicamente e, dunque, seguire i lavori assembleari, pur senza poter intervenire.La lettera della disposizione, che fa riferimento

---

Per altro verso, non è dato configurare una sorta di diritto "individuale" del socio (che sarebbe oltretutto insopprimibile mediante una modificazione statutaria voluta dalla maggioranza) avente ad oggetto la possibilità di recarsi di persona in un luogo fisico per intervenire all'assemblea, senza essere costretto ad utilizzare i mezzi telematici indicati dalla società. Anzi, parrebbe proprio il contrario, soprattutto laddove si facesse mente locale alla situazione nella quale si trovano i soci di minoranza di fronte alle usuali clausole statutarie (la cui legittimità è affermata da decenni dalla giurisprudenza e dalla dottrina) che consentono la convocazione dell'assemblea anche fuori dalla sede sociale, molto spesso anche fuori dal territorio italiano, con limiti assai ampi, quali gli Stati dell'Unione europea e/o altri Stati ancor più distanti. Ebbene, tra il socio (eventualmente) "costretto" a recarsi in uno qualsiasi dei luoghi fisici rientranti nel perimetro geografico di tali clausole e il socio (eventualmente) "costretto" ad utilizzare un telefono o una piattaforma di videoconferenza, ormai divenute di uso comune in tutti gli ambiti della società, pare potersi dire che sia il primo, e non il secondo, a rischiare una maggiore compressione dei propri diritti amministrativi e di partecipazione alle decisioni di competenza assembleare. Del resto, se la ratio delle norme in esame è proprio quella di favorire l'esercizio dei diritti sociali, si può senz'altro affermare che tali diritti sono maggiormente tutelati in un'assemblea da tenersi esclusivamente in videoconferenza piuttosto che in un'assemblea che venga convocata in qualsiasi luogo d'Italia o d'Europa in forza delle predette clausole statutarie, pur nel rispetto del dato formale e della lettera della legge. Sulla base di quanto sopra argomentato, pertanto, pare ragionevole giungere ad affermare che, in presenza di una clausola statutaria che consenta genericamente l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione – alla stregua di quanto prevede l'art. 2370, comma 4, c.c., eventualmente richiamando i principi di collegialità, buona fede e parità di trattamento – l'organo amministrativo (o comunque il soggetto che effettua la convocazione) possa legittimamente indicare nell'avviso di convocazione che l'assemblea si terrà esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, omettendo l'indicazione del luogo fisico di convocazione e indicando le modalità di collegamento (con facoltà beninteso di fornire le specifiche tecniche anche in momenti successivi, prima della riunione). La decisione in tal senso dell'organo amministrativo, come qualsiasi decisione riguardante il funzionamento della società, deve ovviamente essere presa in modo diligente e deve essere volta al corretto esercizio dei diritti sociali da parte dei soci, nel rispetto dei principi di buona fede e di parità di trattamento».

16 La Relazione Illustrativa del d.lgs. n. 47/2026 fa riferimento alle finalità di «contenere gli interventi di «mero disturbo» e agevolare, così, il processo assembleare». Parte della dottrina osserva che: «limitare la scelta, comprimendo i diritti di *voice*, per andare incontro ad esigenze delle società emittenti che, per ragioni di costi e lungaggini (anche dettate dalla frequente interruzioni di disturbatori professionali), preferiscono eliminare del tutti il rito assembleare, non sembra essere perfettamente coerente con gli obiettivi e lo spirito delle Direttive europee» (cfr., S.P. Rossi, *Art. 11*, cit., 81).

alla sola «partecipazione alla discussione», parrebbe, infatti, consentire di distinguere quest'ultima dall'intervento in assemblea e dall'esercizio del voto.

Da ultimo, va evidenziato che la scelta di avvalersi della facoltà introdotta dal comma 1 dell'art. 125*bis*.1 TUF e di modificare lo statuto inserendo una previsione statutaria disciplinante l'esclusivo modo di svolgimento dell'assemblea non integra, quale che sia la concreta modalità prescelta, una modificazione statutaria idonea a legittimare il recesso *ex* art. 2437, primo comma, lett. g. cod. civ. da parte del socio che non abbia concorso alla decisione. Trattasi, infatti, di modifica che non incide sugli aspetti sostanziali del diritto di voto del socio, riguardando soltanto le sue modalità di esercizio[17].

Del resto, una diversa soluzione interpretativa, che legittimasse il recesso, vanificherebbe la scelta del legislatore di valorizzare l'autonomia statutaria, che finirebbe per essere fortemente ridimensionata se ogni scelta innovativa in materia di organizzazione assembleare potesse determinare l'insorgenza del diritto di recesso in capo ai soci dissenzienti, assenti o astenuti.

2. Il potere dell'organo amministrativo nella definizione del modello di svolgimento dell'assemblea.

Il secondo comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF disciplina l'ipotesi in cui lo statuto non individui la modalità esclusiva di svolgimento dell'assemblea, rimettendo, in tal caso, la relativa scelta all'organo amministrativo.

La disposizione stabilisce che, in mancanza di una previsione statutaria adottata ai sensi del primo comma, spetti all'organo di amministrazione deliberare le modalità di svolgimento dell'assemblea, «avuto riguardo ai criteri di efficienza e trasparenza».

Il riferimento espresso alla deliberazione induce a ritenere che la scelta non possa essere rimessa dall'organo gestorio al presidente o ad un amministratore delegato. La norma sembra, infatti, attribuire il potere all'organo nella sua collegialità, proprio in ragione della rilevanza che la decisione assume rispetto alla concreta conformazione dei diritti partecipativi degli azionisti. Mentre resta dubbio se una simile attribuzione di poteri possa essere prevista statutariamente.

La deliberazione dell'organo gestorio deve soddisfare i «criteri di efficienza e trasparenza».

Si tratta di criteri elastici, riconducibili a obblighi comportamentali di tipo *principle ba-*

17 L'interprete, in occasione dell'introduzione art. 135-*undecies*.1 TUF, che prevedeva la facoltà dei soci di prevedere statutariamente che l'assemblea potesse svolgersi esclusivamente con l'intervento del solo rappresentante designato, aveva rilevato come tale modifica non comportasse una modifica sostanziale del diritto di voto del socio, riguardando soltanto le modalità di esercizio del diritto, ma non il diritto in sé, rimasto sostanzialmente invariato (in arg., F. Mosetto, *Rappresentante designato, autonomia statutaria e diritto di recesso (art. 11)*, in *Giur. it.*, 2024, 2719. Negli stessi termini, N. Atlante e G. Ferri jr, *La nuova figura del rappresentante designato obbligatorio nella legge capitali: primi problemi interpretativi*, cit., 5 e s.).

sed, che non predeterminano in modo rigido la soluzione da adottare, ma impongono agli amministratori di effettuare una valutazione concreta, riferita alla singola assemblea da convocare, alle materie poste all'ordine del giorno, alla prevedibile composizione della base assembleare e alle esigenze informative e partecipative degli azionisti.

La combinazione tra efficienza e trasparenza induce a ritenere che gli amministratori non godano di una libertà piena e insindacabile, ma di una discrezionalità organizzativa vincolata. Essi possono scegliere la modalità di svolgimento ritenuta più adeguata, ma tale scelta deve essere sorretta da una valutazione coerente con i criteri legali e proporzionata alle caratteristiche della singola assemblea. Proprio per questa ragione appare opportuno che la deliberazione dell'organo amministrativo dia conto, sia pure sinteticamente, delle ragioni che hanno indotto a privilegiare una determinata modalità di svolgimento rispetto alle altre astrattamente disponibili. Esigenza motivazionale particolarmente avvertita quando l'organo amministrativo opti per modalità idonee a ridurre o escludere il confronto diretto tra soci e amministratori.

Il criterio dell'efficienza richiama, anzitutto, l'esigenza di organizzare l'assemblea secondo modalità idonee a contenere costi, tempi e oneri procedimentali, senza pregiudicare l'effettività dell'esercizio dei diritti sociali. Esso può riguardare, ad esempio, i costi di organizzazione della riunione fisica, la durata prevedibile dei lavori, la semplicità delle modalità di conferimento delle deleghe o delle istruzioni di voto, nonché la capacità della soluzione prescelta di favorire la più ampia partecipazione degli azionisti al voto. Da questo punto di vista, il criterio dell'efficienza potrebbe indurre l'organo gestorio a prediligere il modello assembleare a porte chiuse[18]. Tale modalità consente, infatti, una sensibile riduzione dei costi organizzativi, sia per la società sia per gli azionisti, abbrevia la durata dei lavori assembleari e può agevolare l'espressione del voto da parte di soci. L'esperienza maturata nel periodo successivo alla legislazione emergenziale ha mostrato, del resto, che il ricorso, in via esclusiva, al rappresentante designato non ha necessariamente determinato una flessione della partecipazione al voto.

Il criterio dell'efficienza, tuttavia, non può essere considerato isolatamente. Il secondo comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF impone, infatti, che la scelta degli amministratori tenga conto anche del criterio della trasparenza.

Il rispetto di tale criterio richiede, anzitutto, la tempestiva pubblicazione della docu-

18 Cfr. C. Marchetti e M. Venturozzo, *Note sulle assemblee tramite rappresentante designato*, cit., 823, che osservano che: «le decisioni dei soci di una società quotata devono poter essere assunte a costi transattivi quanto più possibile vicini allo zero. Il modello della formazione di una volontà assembleare «in diretta», figlia del meditato ma plurale dibattito assembleare, ha costi accettabili quando il numero dei soci sia contenuto e la motivazione di ciascuno di essi sia elevata. Ma non è questo il caso delle assemblee in cui i decisori sono, quanto meno per larga parte, i mille volti anonimi che animano i mercati finanziari». Gli Autori aggiungono anche che «pur non disponendo di dati statisticamente granitici, una ragionevole stima alla luce dei tipici costi di un'assemblea è di un risparmio di circa un milione di euro di spese dirette e indirette per un emittente del FTSE-MIB».

mentazione assembleare, così da dare la possibilità agli azionisti di conoscere tempestivamente le informazioni rilevanti, di comprendere le regole di partecipazione e di esercitare i propri diritti in condizioni di parità. Inoltre, è necessario mettere i soci nelle condizioni di verificare, per quanto possibile, il corretto svolgimento dei lavori assembleari. Sotto questo profilo, l'assemblea che si svolga esclusivamente per il tramite del rappresentante designato presenta indubbi vantaggi di ordine organizzativo, ma può sollevare alcune perplessità sul piano della trasparenza, soprattutto quando non sia accompagnata da strumenti idonei a rendere conoscibile lo svolgimento dei lavori, quali forme di diffusione in *streaming*.

La combinazione tra efficienza e trasparenza lascia, allora, presagire la progressiva affermazione di decisioni dell'organo gestorio che prediligano assemblee svolte con modalità ibride, in linea con la tendenza, che si va sempre più delineandosi nel panorama internazionale, alla digitalizzazione del procedimento assembleare[19].

Al fine di prevenire decisioni opportunistiche, unicamente finalizzate a sottrarre l'organo gestorio alla dialettica assembleare, il secondo comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF stabilisce che la deliberazione che preveda lo svolgimento dell'assemblea esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, ovvero l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto esclusivamente per il tramite il rappresentante designato, o, ancora, l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica ai sensi dell'art. 2370, quarto comma, cod. civ., debba essere assunta con il voto favorevole della maggioranza degli amministratori indipendenti o, nel sistema dualistico, con l'approvazione del consiglio di sorveglianza.

Il coinvolgimento degli amministratori indipendenti e del consiglio di sorveglianza mira a rafforzare la neutralità della scelta organizzativa, ove la modalità prescelta possa incidere sulla possibilità degli azionisti di interloquire direttamente con l'organo amministrativo.

La previsione risponde all'esigenza di evitare che la scelta del modello assembleare divenga uno strumento di gestione difensiva del confronto assembleare, consentendo al *management* di privilegiare soluzioni meno esposte al controllo e alle sollecitazioni degli azionisti.

Il terzo comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF rafforza ulteriormente la cautela, prevedendo che, al fine di avvalersi della facoltà di disporre l'assemblea esclusivamente in via telematica o esclusivamente per il tramite rappresentante designato, l'organo amministrativo debba approvare, sempre con il voto favorevole della maggioranza degli amministratori

19 Si veda la recente ricostruzione sulle modalità di svolgimento delle assemblee delle società quotate svolta dall'OCSE nel recente *report* del 2025: «*Shareholder Meetings and Corporate Governance. Trends and Implications*». Utili informazioni sul tema sono anche offerte dal *Report on virtual shareholder meetings and efficient shareholder communication*, pubblicato dall'ICLEG (The Informal Company Law Expert Group) nell'agosto del 2022 nell'ambito dell'*Action 12* del *Capital Markets Union 2020 Action Plan*.

indipendenti o con l'approvazione del consiglio di sorveglianza, un regolamento destinato a disciplinare condizioni e modalità della partecipazione dei soci, idonee «ad assicurare tutele e garanzie adeguate all'esercizio ordinato e trasparente dei diritti degli azionisti previsti dalla legge». Regolamento che dovrà poi essere pubblicato sul sito internet dell'emittente e richiamato nell'avviso di convocazione.

Come sopra rilevato, ai sensi del quarto comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF, gli amministratori, attraverso il predetto regolamento assembleare, approvato con le cautele sopra descritte, possono anche stabilire una soglia minima individuale di possesso azionario, non superiore allo 0,5 per mille del capitale sociale, cui subordinare la partecipazione alla discussione in assemblea, ove la riunione si svolga in luogo fisico o mediante mezzi di telecomunicazione. Fermo restando il diritto dei soci che non soddisfano tale condizione di presentare proposte di deliberazione, nel rispetto di quanto previsto dall'art. 126-*bis*; di porre domande prima dell'assemblea, di accedere alla riunione senza intervenire e, infine, di votare.

La funzione del regolamento non è, dunque, meramente organizzativa, ma anche informativa. Esso costituisce lo strumento attraverso il quale la società rende preventivamente conoscibile il quadro procedimentale applicabile alla singola assemblea. Il regolamento dovrà, pertanto, disciplinare, tra l'altro, le modalità di identificazione dei soci, il conferimento delle deleghe o delle istruzioni di voto, l'eventuale partecipazione mediante mezzi di telecomunicazione, le modalità di esercizio del voto, il trattamento delle domande e delle proposte, nonché ogni altro profilo necessario a garantire la regolarità del procedimento assembleare[20].

Infine, come si è sopra rilevato, il quinto comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF estende il meccanismo di tutela dell'interesse delle minoranze qualificate allo svolgimento della riunione «in presenza» anche all'ipotesi in cui sia stato l'organo amministrativo a decidere che l'assemblea debba svolgersi esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione o con l'esclusiva intermediazione del rappresentante designato.

La previsione introduce un correttivo anche alla discrezionalità dell'organo amministrativo, impedendo che la scelta degli amministratori per modalità integralmente dematerializzate o interamente intermediate divenga irreversibile, in presenza di una richiesta proveniente da una minoranza dotata di adeguata rappresentatività.

Da ultimo merita segnalare che né l'art. 125-*bis*.1 TUF, né le disposizioni che regolano l'attività del collegio sindacale, offrono indicazioni in ordine alle modalità attraverso cui debba svolgersi l'assemblea convocata dall'organo di controllo. Peraltro, gli interessi tutelati dal potere di convocazione dell'assemblea riconosciuto all'organo di controllo

20 La Relazione Illustrativa del d.lgs. n. 47/2026, nel dar conto che il «regolamento dovrà essere pubblicato sul sito internet della società e richiamato nell'avviso di convocazione di ciascuna assemblea» rileva che «le regole procedurali di ciascuna assemblea saranno quelle richiamate nell'avviso di convocazione di riferimento». Va, peraltro, evidenziato che l'approvazione del regolamento è obbligatoria solo nei casi indicati dal terzo e quarto comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF.

lascia ipotizzare che il modello assembleare prescelto dai sindaci debba prevalere sulle eventuali diverse indicazioni contenute nello statuto o impartite dall'organo amministrativo.

3. L'assemblea delle società con azioni ammesse alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione.

Il sesto comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF estende la disciplina dettata per le società quotate anche alle società le cui azioni siano ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione.

La scelta rivela la volontà del legislatore di proiettare il nuovo modello organizzativo dell'assemblea anche oltre l'area della quotazione in senso stretto, includendo emittenti che, pur operando in mercati con un grado di regolazione e di liquidità diverso rispetto ai mercati regolamentati, presentano comunque esigenze analoghe di efficienza procedimentale, trasparenza informativa e ordinato svolgimento della dialettica societaria. Del resto, la volontà di favorire gli investimenti verso questo genere di imprese si evince chiaramente dalla legge delega[21].

L'estensione a tali società della disciplina dettata per le società quotate non è, tuttavia, integrale. Alle società le cui azioni sono ammesse ad un sistema multilaterale di negoziazione sono applicati il primo, secondo, terzo e quinto comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF e non, invece, il quarto comma.

Ne deriva che, anche per queste società, è consentito l'inserimento in statuto di previsioni che individuino l'esclusivo modello assembleare, in assenza delle quali, spetterà all'organo amministrativo scegliere, sempre avuto riguardo ai criteri di efficienza e trasparenza e sempre attraverso una deliberazione, le modalità attraverso cui dovrà svolgersi l'assemblea convocata.

Inoltre, l'eventuale decisione dell'organo gestorio di ricorrere all'assemblea esclusivamente telematica o esclusivamente intermediata dal rappresentante designato o di far esercitare il voto a distanza deve essere assunta rispettando i presìdi procedimentali previsti dalla disposizione, inclusa l'approvazione del regolamento destinato a disciplinare condizioni e modalità della partecipazione del socio, in modo da assicurare l'esercizio ordinato e trasparente dei diritti degli azionisti.

Ed infine, sempre analogamente a quanto previsto per le società quotate, in presenza di previsioni statutarie o deliberazioni dell'organo gestorio che prevedano assemblee telematiche o a porte chiuse, le minoranze qualificate potranno chiedere che la riunione si svolga in presenza

21 La lett. a) del secondo comma dell'art. 19 della l. n. 21/2024 assegnava al Governo il compito di riformare le disposizioni in materia di mercati dei capitali, perseguendo gli obiettivi di: «sostenere la crescita del Paese … favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese».

Resta, invece, esclusa, per le società con azioni ammesse alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione, la possibilità che lo statuto ovvero il regolamento adottato dall'organo amministrativo subordinino la partecipazione alla discussione assembleare al possesso di una soglia minima individuale di azioni.

L'esclusione non è del tutto agevole da giustificare sul piano sistematico. Va, infatti, ribadito che la *ratio* della previsione di cui al quarto comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF risiede nell'esigenza di preservare l'ordinato svolgimento dell'assemblea e di evitare che il diritto di intervento nella discussione possa essere utilizzato in modo strumentale o ostruzionistico. Esigenza che può manifestarsi anche nelle società con azioni ammesse alla negoziazione su sistemi multilaterali, nelle quali la presenza di una base sociale potenzialmente diffusa e la circolazione delle azioni sul mercato possono rendere parimenti avvertita la necessità di assicurare efficienza, trasparenza e razionalità del procedimento assembleare e di prevenire interventi di mero disturbo. Sicché l'esclusione dall'ambito applicativo della disciplina introduce una differenziazione che, pur potendo essere spiegata in una logica di maggiore cautela verso emittenti di dimensioni spesso più contenute, non appare pienamente coerente con la finalità generale della riforma, diretta a modernizzare e rendere più funzionale lo svolgimento delle assemblee nelle società che accedono, in forme diverse, al mercato del capitale di rischio.

4. L'assemblea delle società cooperative.

Il settimo e ultimo comma dell'art. 125-*bis*.1 TUF estende la nuova disciplina anche alle società cooperative, comprese quelle le cui azioni siano ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione.

Attraverso il richiamo al primo, secondo e terzo comma della nuova disposizione viene stabilito che anche le modalità di svolgimento dell'assemblea di questo tipo di società debbano essere determinate in via esclusiva dallo statuto ovvero, in mancanza di una specifica previsione statutaria, dall'organo amministrativo.

E che, ove la deliberazione dell'organo amministrativo, che dovrà essere assunta sempre avendo riguardo ai criteri di efficienza e trasparenza e nel rispetto dei presidi procedimentali sopra descritti, stabilisca che l'assemblea si svolga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione ovvero mediante il rappresentante designato dalla società o, ancora, che il voto avvenga per corrispondenza o in via elettronica, dovrà anche essere emanato, sempre con il voto favorevole degli amministratori indipendenti o con l'approvazione del consiglio di sorveglianza, il regolamento, da pubblicarsi sul sito internet della società e da richiamare nell'avviso di convocazione, che indichi condizioni e modalità di partecipazione del socio alle assemblee idonee ad assicurare tutele e garanzie adeguate all'esercizio ordinato e trasparente dei diritti previsti dalla legge.

Anche per le società cooperative è, poi, previsto che una minoranza qualificata di soci possa chiedere che l'assemblea convocata in modalità «da remoto» o «a porte chiuse», si tenga mediante adunanza in luogo fisico.

La soglia richiesta per l'esercizio della facoltà viene, però, parametrata alla consistenza numerica della base sociale: nelle cooperative con meno di tremila soci, la richiesta deve provenire da un numero di soci almeno pari a un quarantesimo; nelle cooperative con più di tremila soci, invece, è sufficiente il minore numero tra un cinquantesimo dei soci e trecento soci.

La scelta di modulare la soglia in ragione della dimensione della compagine sociale risponde all'esigenza di evitare, da un lato, che in cooperative di minori dimensioni la richiesta possa essere formulata da un numero eccessivamente esiguo di soci e, dall'altro, che nelle cooperative di più ampia base sociale l'esercizio della facoltà divenga, di fatto, eccessivamente gravoso. La previsione del limite massimo di trecento soci appare, in particolare, funzionale a preservare l'effettività della facoltà anche nelle cooperative caratterizzate da una platea particolarmente ampia di partecipanti.

Resta ferma, comunque, la possibilità per lo statuto di prevedere soglie inferiori. Facoltà che consente alla singola cooperativa di rafforzare, in via statutaria, la tutela partecipativa dei soci, adattando il punto di equilibrio tra esigenze di efficienza organizzativa e istanze di democrazia interna alle caratteristiche concrete della propria base sociale.

Analogamente a quanto stabilito per le società con azioni ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione, anche per le società cooperative non è previsto che lo statuto o il regolamento adottato dall'organo amministrativo possano subordinare la partecipazione alla discussione assembleare al possesso di una soglia individuale minima di azioni.

In questo caso la mancata applicazione della regola dettata per le società quotate si mostra coerente con la natura del tipo sociale. Nelle società cooperative, infatti, l'assemblea non rappresenta soltanto il luogo di formazione della volontà sociale secondo una logica proporzionale alla partecipazione al capitale, ma costituisce anche uno degli strumenti attraverso i quali si esprime la dimensione mutualistica e democratica dell'organizzazione. La posizione del socio cooperatore si caratterizza, tradizionalmente, per un collegamento più intenso con la struttura sociale e per una centralità che non dipende esclusivamente dall'entità dell'investimento effettuato.

E la dimensione democratica del rapporto sociale impone di preservare, almeno quando ciò sia richiesto da una minoranza qualificata, la possibilità di un confronto assembleare in luogo fisico. La riunione in presenza, infatti, può assumere una funzione non meramente formale, consentendo ai soci di esprimere posizioni, formulare osservazioni, sollecitare chiarimenti e partecipare alla dialettica interna in modo più immediato rispetto a quanto normalmente avviene nelle forme di partecipazione esclusivamente telematica o mediante rappresentante designato.

In tale prospettiva, la preclusione all'inserimento di uno sbarramento alla partecipazione del socio alla discussione assembleare rappresenta un presidio volto ad impedire che la modernizzazione delle tecniche assembleari si traduca in una progressiva marginalizzazione della base sociale e che la scelta organizzativa in favore di modelli

assembleari integralmente dematerializzati o intermediati si traduca in una definitiva eliminazione della possibilità di confronto diretto tra soci e organi sociali[22].

Infine, va segnalata la previsione secondo cui, nelle cooperative, al rappresentante designato in via esclusiva non si applicano l'art. 2539, primo comma, cod. civ. e l'art. 150-*bis*, comma 2-*bis*, TUB. L'esclusione appare funzionale a rendere concretamente praticabile il modello del rappresentante designato anche in un contesto, come quello cooperativo, normalmente caratterizzato da limiti alla rappresentanza assembleare e da una più accentuata personalizzazione della partecipazione del socio. In assenza della deroga, infatti, l'utilizzo del rappresentante designato avrebbe rischiato di risultare difficilmente compatibile con la disciplina propria delle cooperative, vanificando in larga parte l'estensione del nuovo modello assembleare a tale categoria di società.

5. L'informativa pre-assembleare.

La nuova disciplina interviene anche sulla informativa pre-assembleare, cioè sui flussi informativi che, secondo la disciplina europea, devono intercorrere tra gli amministratori e gli azionisti prima dell'assemblea.

Una prima rilevante modifica riguarda l'eliminazione, disposta dall'art. 5, primo comma, lett. m), del d.lgs. n. 47/2026, della facoltà del singolo azionista di presentare individualmente proposte di deliberazione direttamente in assemblea o, in caso di assemblea a porte chiuse, prima dell'assemblea.

Tale facoltà, prevista dal previgente primo comma dell'art. 126-*bis* TUF, rappresentava uno strumento di iniziativa individuale, idoneo a consentire anche all'azionista titolare di una partecipazione minima di incidere, almeno sul piano propositivo, sul contenuto della deliberazione assembleare.

La scelta legislativa si colloca, tuttavia, in una diversa prospettiva organizzativa.

La Relazione Illustrativa valorizza, a tale riguardo, il fatto che la disciplina europea non impone necessariamente il riconoscimento di un diritto individuale e incondizionato di

22 In arg., P. Morara, *Svolgimento delle assemblee cooperative e distanziamento sociale, con specifico riferimento al rappresentante designato*, in *Le Società*, 2020, 546, che osserva: «L'impossibilità di partecipazione personale non solo snatura in maniera radicale la assemblea cooperativa, ma la rende un luogo potenzialmente aperto ad insidie inedite e difficilmente eliminabili da qualunque forma di alternativa «tecnica». Le snatura, perché elimina quella possibilità di svolgere una persuasione reciproca prima dell'espressione di voto per ottenere la formazione della volontà collettiva che si forma nel corso dell'assemblea. Il socio, in altri termini, forma la sua volontà di voto, individualmente, al di fuori da qualunque contesto di confronto. Credo che questo abbia un profilo particolare, rispetto alle società lucrative, considerato, come già evidenziato, che le maggioranze, in cooperativa, si formano solo in assemblea, per effetto del voto capitario. E qui nasce anche l'insidia, il rischio cioè che le maggioranze, in mancanza della discussione assembleare si formino in maniera casuale o peggio per effetto di convincimenti sbagliati basati su suggestioni o su rappresentazioni (anche intenzionalmente) falsate della realtà, che si possono radicare la mancanza di un confronto reale con gli amministratori e gli altri soci».

presentare proposte di deliberazione in assemblea. L'art. 6 della direttiva 2007/36/CE (SRD I), infatti, richiede che gli azionisti, individualmente o collettivamente, possano chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno e presentare progetti di deliberazione, ma consente agli Stati membri di subordinare l'esercizio di tali diritti al possesso di una soglia partecipativa, purché non superiore al 5% del capitale sociale.

La soppressione della facoltà individuale di presentare proposte deliberative deve, dunque, essere letta nel più ampio disegno della riforma, che tende a spostare il momento della dialettica assembleare dalla riunione in senso stretto alla fase pre-assembleare e a dare voce a quella categoria di investitori che si vuole attrarre nel mercato dei capitali italiano.

L'ipotesi, accolta dal legislatore delegato, che il corretto funzionamento dell'assemblea delle società quotate richieda un confronto più ordinato, anticipato e conoscibile dall'intera compagine sociale, evitando che proposte presentate direttamente in assemblea possano essere conosciute dagli altri soci solo al momento della riunione, con conseguente difficoltà di valutazione e di espressione consapevole del voto, porta anche ad una rimodulazione dei termini entro cui la minoranza qualificata può presentare richieste di integrazione dell'ordine del giorno e proposte di deliberazione sulle materie già poste all'ordine del giorno.

A seguito delle modifiche introdotte nell'art. 126-*bis* TUF, le proposte di integrazione dell'ordine del giorno devono essere trasmesse alla società dai soci che, anche congiuntamente, rappresentano almeno un quarantesimo del capitale sociale, entro tre giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, ovvero entro due giorni, nel caso di convocazione di assemblee aventi ad oggetto: delibere di riduzione del capitale sociale per perdite; delibere di nomina o revoca dei liquidatori; o delibere di autorizzazioni ad operazioni di contrasto contro offerte pubbliche di acquisto.

E', poi, stabilito che delle eventuali integrazioni all'ordine del giorno sia data notizia, nelle stesse forme prescritte per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, entro gli otto giorni successivi alla pubblicazione dell'avviso stesso, ovvero entro i cinque giorni nel caso di convocazione delle assemblee aventi gli oggetti sopra indicati.

Quanto, invece, alle proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno, eventualmente integrato con le proposte formulate dai soci, la nuova disciplina prevede che debbano essere inoltrate entro dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, ovvero entro sette giorni nel caso di assemblee aventi gli oggetti sopra indicati, ovvero entro il termine del ventesimo giorno precedente la data dell'assemblea avente ad oggetto l'elezione mediante voto di lista degli organi di amministrazione e controllo.

Infine, mediante l'introduzione del nuovo comma 3-bis dell'art. 127-*ter* TUF, la riforma risolve il dubbio interpretativo che si era formato nella disciplina previgente in ordine all'individuazione del termine entro il quale l'azionista potesse esercitare il diritto di porre domande nelle assemblee svolte senza partecipazione fisica dei soci.

La nuova disposizione precisa che tale termine deve essere espressamente indicato nell'avviso di convocazione e che, in ogni caso, esso non può essere fissato in data anteriore alla *record date* di cui all'art. 83-sexies, comma 2, TUF, e impone alla società di fornire le risposte almeno tre giorni prima dell'assemblea.

La previsione conferma la trasformazione funzionale dell'informativa pre-assembleare. Essa non costituisce più soltanto uno strumento preparatorio rispetto al dibattito in assemblea, ma diviene il principale luogo di emersione delle richieste informative degli azionisti.

Nel caso in cui l'assemblea si svolga esclusivamente mediante il rappresentante designato, la possibilità di ricevere risposte dalla società prima dell'assemblea diviene essenziale per consentire un conferimento consapevole delle istruzioni di voto.

6. Considerazioni conclusive.

Come chiarisce la Relazione illustrativa, l'intervento normativo si propone di «favorire la funzionalità e la fluidità dello svolgimento delle assemblee delle società quotate», mediante l'ammissione, anche in via concorrente, di modalità alternative rispetto alla riunione in presenza. Viene anche chiarito che la riforma si colloca in una prospettiva che intende coniugare esigenze di efficienza, semplificazione organizzativa, trasparenza informativa, parità di accesso alle informazioni e razionalizzazione della dialettica assembleare, anche al fine di contenere la durata dei lavori, accrescere il livello qualitativo dell'illustrazione resa dall'organo amministrativo sulle questioni più rilevanti e snellire gli interventi assembleari.

La nuova disciplina muove, dunque, dalla constatazione che l'assemblea ha ormai cessato di essere il luogo esclusivo dell'informazione, del dibattito e della persuasione[23], e che la riunione in presenza non è più fase indefettibile del procedimento deliberativo, momento necessario per consentire ai soci l'espressione di un voto pienamente con-

23 E' ormai ampiamente riconosciuto che il modello unitario di assemblea si sia trasformato in forme di partecipazione più duttili e accessibili per i soggetti legittimati a intervenire nel procedimento assembleare. In questa direzione depongono molteplici fattori, come l'evoluzione tecnologica, la crescente diffusione degli strumenti di «Corp-Tech», l'esigenza, fortemente avvertita dal legislatore europeo, di potenziare i diritti partecipativi, l'attivismo degli azionisti e il loro coinvolgimento stabile e di lungo periodo nella vita sociale (in arg., A.M. Luciano, *La riunione assembleare e il diritto d'intervento nella legge capitali*, in *Le Società*, 2024, 829 e ss.).

sapevole e, per tale via, per assicurare la corretta formazione della volontà sociale[24].

Tale prospettiva appare condivisibile.

La partecipazione alle assemblee delle società quotate non corrisponde più al modello ideale dell'azionista persona fisica, libero, eguale e autosufficiente, che interviene nel luogo assembleare per formarsi un convincimento all'esito del confronto con gli altri

24 Come noto, secondo tale ricostruzione, il metodo assembleare costituirebbe il presupposto della vincolatività, per tutti i soci, della decisione assunta dalla maggioranza: la legittimità della deliberazione deriverebbe non soltanto dal rispetto della regola maggioritaria, ma anche dall'esistenza di un procedimento nel quale tutti i soci legittimati sono stati posti nelle condizioni di partecipare al confronto ed eventualmente incidere sull'orientamento della maggioranza. La dialettica assembleare assumerebbe, perciò, funzione di protezione delle minoranze: la previa informazione sull'oggetto della deliberazione e la possibilità di partecipare, prima della votazione, a una discussione in contraddittorio consentono a ciascun socio di esporre e difendere il proprio punto di vista, sollecitare chiarimenti, formulare rilievi critici e concorrere, almeno potenzialmente, alla formazione della decisione finale. E attraverso la compresenza spazio-temporale dei soci si realizzerebbe, dunque, l'idea dell'assemblea come luogo dell'*in unum convenire*, ossia come sede nella quale la volontà collettiva prende forma mediante il confronto tra le diverse posizioni presenti nella compagine sociale (in arg., A.M. Luciano, *Riunione assembleare e diritto d'intervento*, cit., 223 e ss.). Anche la giurisprudenza ha condiviso tale ricostruzione, affermando che: "*il principio di maggioranza - secondo cui le delibere societarie prese in conformità della legge e dell'atto costitutivo vincolano tutti i soci, ancorché non intervenuti o dissenzienti - trova il suo contrappeso e la sua legittimazione nel metodo assembleare. Quest'ultimo opera come strumento di protezione delle minoranze, permettendo loro di essere previamente informate dell'oggetto della deliberazione e di partecipare, prima della votazione, a una discussione nel corso della quale ciascun partecipante ha la possibilità di esporre e di difendere, in contraddittorio con gli altri intervenuti, il proprio punto di vista. Il procedimento assembleare, di cui la discussione rappresenta un momento saliente, pur essendo imposto a protezione dei singoli soci, è finalizzato anche alla tutela di una esigenza di carattere generale, con la conseguenza che l'articolazione e la disciplina del procedimento medesimo sono sottratte alla disponibilità dei soci, e che le regole di esso implicano per ciascuno degli intervenuti il diritto di potere esprimere, in contraddittorio con gli altri, la propria opinione, al fine di orientare, nel senso da lui auspicato, la decisione finale*". Con la conseguenza che è stata annullata "*la delibera con la quale si sia deciso di dar corso alle operazioni di voto, in pendenza della discussione, a nulla rilevando che l'intervento dei soci che non si erano ancora espressi prima dell'inizio della votazione fosse o no idoneo ad influire concretamente sulla decisione degli altri soci di votare in uno od in altro modo; infatti, ai fini del rispetto del metodo assembleare, imposto dalla legge quale strumento di protezione delle minoranze, è rilevante non il fatto che il socio riesca ad influire sull'orientamento dell'assemblea, ma che egli abbia la possibilità di farlo*" (cfr. Cass., 30 maggio 2008, n.14554; Trib. Milano, 31.8.2019, in *Ilsocietario.it* sett. 2019).

soci e con gli organi sociali[25].

La platea assembleare è composta dal socio di controllo, dai soggetti ad esso stabilmente o occasionalmente alleati e dagli investitori istituzionali, i quali agiscono secondo strategie di investimento, politiche di voto e criteri di *engagement* definiti al di fuori del singolo contesto assembleare.

A queste categorie di azionisti si aggiungono, poi, pochi azionisti individuali, che spesso utilizzano la riunione come sede per manifestare convinzioni personali o perseguire finalità eccentriche rispetto alla funzione propria del procedimento assembleare.

Ne discende che la partecipazione all'adunanza raramente risponde alla logica deliberativa del confronto aperto e della possibile modificazione del convincimento individuale.

Ed infatti, la prassi dimostra che la maggior parte degli intervenuti accede all'assemblea avendo già maturato la propria decisione di voto, sicché, pur potendo restare incerto l'esito complessivo della votazione, l'orientamento del singolo socio o del suo rappresentante difficilmente muta per effetto del dibattito assembleare. Anche perché una parte significativa delle informazioni effettivamente rilevanti per la valutazione dell'investimento e dell'esercizio dei diritti sociali non viene necessariamente veicolata in assemblea, né in vista dell'assemblea, ma circola in sedi differenti, attraverso dialoghi privilegiati riservati a categorie di azionisti considerate strategiche dall'emittente[26].

L'impostazione descritta è stata ribadita anche all'indomani dell'entrata in vigore dell'art. 106 del d.l. n. 18/2020, il c.d. decreto Cura Italia, che introduceva rilevanti deroghe al metodo assembleare tradizionale. Si è, infatti, rimarcato il carattere eccezionale delle disposizioni emergenziali, adottate in un contesto straordinario e drammatico, giustificate dalla necessità di tutelare il diritto alla salute, ritenuto prevalente rispetto all'interesse dei soci a partecipare fisicamente all'assemblea, e destinate a venir meno con la cessazione dell'emergenza sanitaria A. Busani, *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, in *Società*, 2020, 403). Tanto che alcuni avevano anche osservato come la funzione originaria del rappresentante designato fosse stata capovolta: da strumento a disposizione del socio che, pur senza intervenire personalmente in assemblea, intendesse concorrere all'espressione del voto a strumento di concentrazione necessaria della partecipazione, idoneo a escludere lo svolgimento di un dibattito assembleare in senso proprio (C. Marchetti e M. Notari, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 450). Va, infatti, ricordato che il rappresentante designato era stato introdotto dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, in attuazione della direttiva 2007/36/CE, pur non essendo espressamente imposto da quest'ultima, con l'obiettivo di agevolare l'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti. Sennonchè, con la legislazione successiva, l'eccezione è progressivamente divenuta regola: l'art. 106 del decreto Cura Italia è stato prorogato più volte, sino all'ultima proproga al 30 settembre 2026 disposta dall'art. 4, comma 11, del d.l. 31 dicembre 2025, n. 200 (in arg., M. Palazzo, *Cosa resta della disciplina in materia di riunioni assembleari contenuti nella legislazione dell'emergenza?*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2020, 920).

25 M.S. Spolidoro, *Le assemblee delle S.p.A. durante e dopo la pandemia*, in *Contr. e imp.*, 2022, 808.

26 Cfr., A.M. Luciano, *Riunione assembleare e diritto d'intervento*, cit., 16.

Si aggiunga, infine, che gli investitori istituzionali, solitamente indicati come gli azionisti più interessati alla partecipazione fisica all'assemblea, hanno progressivamente manifestato, nelle proprie *policy*, un attenzione sempre maggiore, più che verso la presenza fisica in assemblea, verso la possibilità di esercitare il voto in modo informato, attraverso la ricezione preventiva di un'informazione adeguata e completa, idonea a definire le proprie determinazioni di voto prima della seduta, all'esito dei processi interni di *stewardship* e sulla base della documentazione resa disponibile dalla società[27]. Mentre, sotto altro profilo, va anche considerato che tali operatori devono fare i conti con la loro partecipazione al capitale di un numero assai elevato di emittenti, che rende materialmente impraticabile l'intervento diretto in tutte le assemblee, spesso concentrate nei medesimi periodi dell'anno. Ne deriva il frequente ricorso a deleghe, a politiche di voto standardizzate o all'ausilio di consulenti specializzati, la cui attività, pur incidendo in misura significativa sulle dinamiche assembleari, resta esposta a profili di regolazione incompleta e di non sempre agevole imputazione delle relative responsabilità.

Il risultato di quanto descritto è che dai verbali delle poche assemblee di società quotate che si sono svolte in presenza negli ultimi anni emerge un quadro caratterizzato dalla mancata partecipazione ai lavori degli investitori istituzionali e da interventi assembleari che, pur astrattamente espressivi di un diritto partecipativo meritevole di tutela, non sempre apportano un reale arricchimento al dibattito, né incidono in misura apprezzabile sull'esito della votazione.

Ecco allora che la nuova disciplina, pur mantenendo presidi di tutela in favore degli azionisti titolari di partecipazioni qualificate, ridisegna il contenuto del metodo assembleare[28], tentando condivisibilmente di favorire le forme alternative di assemblee che, nell'esperienza degli ultimi anni, hanno dimostrato essere «un fattore propulsore della

27 Si veda il Dossier parlamentare sulla legge capitali A.S. n. 674, *Intervento a sostegno della competitività dei capitali* del 29.5.2023, ove si legge (44): «Il Governo, nella Relazione illustrativa, fa presente che la possibilità di continuare a svolgere l'assemblea esclusivamente tramite il rappresentante designato tiene conto dell'evoluzione, da tempo in corso, del modello decisionale dei soci, che si articola, sostanzialmente, in tre momenti: la presentazione da parte del consiglio di amministrazione delle proposte di delibera dell'assemblea; la messa a disposizione del pubblico delle relazioni e della documentazione pertinente; l'espressione del voto del socio sulle proposte del consiglio di amministrazione. In questo contesto, l'assemblea ha perso la sua funzione informativa, di dibattito e di confronto essenziale al fine della definizione della decisione di voto da esprimere. La partecipazione all'assemblea si riduce, in particolar modo, per gli investitori istituzionali e i gestori di attività, nell'esercizio del diritto di voto in una direzione definita ben prima dell'evento assembleare, all'esito delle procedure adottate in attuazione della funzione di *stewardship* e tenendo conto delle occasioni di incontro diretto con il management della società in applicazione delle politiche di engagement».

28 Con la locuzione metodo assembleare si allude al procedimento «tipologicamente necessario» (P. Spada, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 463, nt. 386), che si conclude con le deliberazioni dell'assemblea dei soci ed è articolato nelle diverse fasi della convocazione, della riunione, della verbalizzazione e, eventualmente, della pubblicità (C. Angelici, *Note in tema di procedimento assembleare*, in *Riv. not.*, 2005, I, 705).

partecipazione assembleare»[29].

Ed assegna alla dialettica pre-assembleare una funzione centrale, volta a definire il punto di equilibrio tra compressione del dibattito in assemblea e anticipazione del confronto nella fase anteriore alla riunione. Nella consapevolezza che presìdi informativi e procedimentali collocati prima dell'adunanza possono garantire, comunque, l'effettività della partecipazione e dell'esercizio del diritto di voto[30].

29 Così testualmente la Relazione Illustrativa del d.lgs. n. 47/2026. La Consob ha, invece, rilevato che l'introduzione del «principio della partecipazione alle assemblee societarie tramite rappresentante designato» potrebbe avere «possibili effetti negativi sull'attrattività verso le Borse valori del piccolo risparmio» (cfr. Audizione del Presidente della Consob avanti alle Commissioni Riunite Giustizia e Finanze del 27.11.2025 reperibile su www.senato.it).

30 In questo senso il nuovo sistema sembra giungere ad un adeguato bilanciamento tra l'interesse «del socio a poter liberamente manifestare la propria opinione nell'ambito della riunione assembleare e quello della società a far funzionare i propri organi per il buon andamento della società» (cfr. V. Buonocore, *Legittimazione all'intervento, discussione e disciplina pattizia del funzionamento dell'assemblea della soocietà per azioni: a proposito di una recente sentenza della Cassazione*, in *Contr. imp.*, 1995, I, 1068, che sottolinea come entrambi gli interessi siano espressione del principio di libertà).

I doveri e le responsabilità degli amministratori non esecutivi di s.p.a. dopo la riforma di cui al D. Lgs. 27 marzo 2026, n. 147

Roberto Natoli
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Palermo

Sommario: 1. Teoria e prassi del "dovere di agire informati". - 2. L'amministrazione difensiva o inefficiente come conseguenza di una prassi rigoristica. - 3. La risposta del Legislatore recente: la frammentazione dell'art. 2381 c.c. e il nuovo art. 2381-ter sui doveri e i poteri degli amministratori non esecutivi - 4. Il "ragionevole affidamento" sulle informazioni ricevute in *plenum* e il rilievo delle "specifiche competenze" di ciascun amministratore non esecutivo.

1. Teoria e prassi del "dovere di agire informati"

Tra i vari interventi in materia di governance su cui ha inciso la riforma, mi soffermerò su quello che ha investito i poteri, i doveri e le connesse responsabilità degli amministratori non esecutivi (c.d. *NED*, *Non Executive Directors*).

Il punto di partenza è noto a tutti. Il codice, nel suo impianto originario, chiedeva agli amministratori privi di deleghe una vigilanza generale sulla gestione.

La riforma del 2003, con il "nuovo" art. 2381 comma 3 c.c., aveva modificato l'originaria impostazione codicistica: anzitutto ha sostituito la "*vigilanza generale sulla gestione*" con la valutazione, sulla base della relazione degli organi delegati, del generale andamento della gestione [01]; ha poi aggiunto che, sulla base delle informazioni ricevute dagli organi delegati, i non esecutivi devono anche valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, nonché "*esaminare*", "*quando*

01 La distinzione concettuale tra vigilanza e valutazione non è però di così immediata percezione: v. Abriani, *L'organo di controllo*, in Tombari (a cura di), *Corporate Governance e 'Sistema dei Controlli' nelle S.p.A.*, Torino, 2013, 110 ss.

elaborati, i piani strategici, finanziari e industriali" predisposti dal management [02].

Per opinione pressoché unanime o comunque fortemente maggioritaria, nell'ambito delle società di diritto comune i non esecutivi sono chiamati a valutare ed esaminare muovendosi sempre nell'ambito delle informazioni ricevute dagli amministratori delegati, non essendo loro consentito di attingere informazioni direttamente dalle strutture aziendali. Quest'approdo, almeno limitatamente alle società non vigilate [03], era forse l'unico punto fermo, perché poi le soluzioni si divaricavano rispetto alla profondità e alle modalità di acquisizione delle informazioni necessarie a rispettare il fondamentale precetto dell'*agire informati*. Tale precetto, rispetto al quale si conformano le regole di condotta degli amministratori non esecutivi, si regge sul presupposto che il Presidente del Consiglio di amministrazione curi che in *plenum* siano fornite a tutti i consiglieri *adeguate informazioni sulle materie inserite all'ordine del giorno*, cioè informazioni tempestive, pertinenti all'ordine del giorno, chiare e utilizzabili, ovverosia non carenti ma neppure sovrabbondanti.

Sicché, a partire da questo concetto di informazione *adeguata*, si declinano i poteri di acquisizione di ulteriori informazioni concessi ai *NED* e le conseguenti loro responsabilità: l'informazione adeguata - infatti - non è solo un diritto, ma un presupposto essenziale per l'adempimento del loro dovere di diligenza.

Epperò, al di là delle varie posizioni dottrinali, come di consueto ampie e ricche di sfumature [04], per comprendere la necessità – o, comunque, l'opportunità – del recente intervento riformatore si deve chiaramente volgere lo sguardo alla giurisprudenza. Anche perché la distanza tra *law in the books* e *law in action* è, in questo campo, davvero ampia.

Nel diritto applicato, infatti, il "*dovere di agire informato*" è stato costantemente interpretato non come mera ricezione passiva di informazioni, ma come obbligo attivo di ricerca e approfondimento.

Gli amministratori privi di deleghe non possono limitarsi ad attendere le relazioni degli organi esecutivi poiché non versano "*nella posizione meramente passiva di destinatari di informazioni*", ma, al contrario, "*devono attivarsi al fine di entrare in possesso di tutte le informazioni necessarie per assumere le relative decisioni e per conoscere l'andamento*

02 Sul significato da ascrivere al lemma "esame" v. Abbadessa, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, II, 497.

03 Nelle società vigilate, al contrario, molti ritengono che anche l'amministratore non esecutivo possa attingere le informazioni direttamente dalle strutture, come sembrerebbe consentire la Circ. 385/2013 di Banca d'Italia: v. ad es. Guizzi, *Appunti in tema di interesse sociale e* governance *nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, p. 241.

04 Si va da una tesi più garantista, secondo cui l'obbligo di agire informati scatterebbe quanto le informazioni fornite dai delegati siano lacunose, contraddittorie o, comunque, bisognose di maggior approfondimento, a tesi più rigorosa, per la quale i deleganti avrebbero invece l'obbligo di richiedere incondizionatamente informazioni ai delegati.

della gestione": di conseguenza, "*non possono andare esenti da responsabilità adducendo un'insufficiente informazione spontanea da parte degli organi delegati o l'ignoranza di fatti pregiudizievoli che avrebbero potuto conoscere esercitando il loro potere-dovere di esigere informazioni più puntuali*" [05].

Gli amministratori non operativi rispondono per non aver impedito "*fatti pregiudizievoli*" dei quali avrebbero potuto acquisire conoscenza esercitando i propri poteri di informazione c.d. riflessiva.

Questi poteri di informazione riflessiva, secondo l'orientamento di legittimità – reso in materia di società di diritto comune [06] – scatta, trasformandosi così in un obbligo positivo di condotta, in presenza di un "innesco", cioè se vi siano stati, anzitutto nelle informative endoconsiliari, elementi tali da mettere in guardia i non esecutivi sulla correttezza del flusso informativo ricevuto (cioè delle informazioni transitive).

Se poi dal piano delle società di diritto comune si trascorre a quello delle società vigilate, nel quale la Cassazione ha elaborato, soprattutto in materia di opposizioni alle sanzioni amministrative irrogate alle autorità di vigilanza, princìpi ancora più rigorosi - trasposti in modo tendenzialmente irriflesso anche nell'ambito delle azioni civili [07] - la situazione si fa ancora più critica.

Così, per citare solo esempi recentissimi [08], si legge che "*incombe su tutti gli amministratori di società per azioni un dovere di vigilanza sul generale andamento della gestione, restando anche in tal caso a carico dei medesimi l'onere della prova di essersi diligentemente attivati per porre rimedio alle illegittimità rilevate (Cass. Sez. 2, Sentenza n. 10751 del 17/04/2019; Cass. Sez. 6 -1, Ordinanza n. 6998 del 21/03/2018)*" e che "*l'àmbito entro il quale deve esprimersi la diligenza dei consiglieri non è mutato neppure a seguito della riforma del diritto societario adottata con d.lgs. n. 6/2006*" facendo discendere da questa premessa che "*la complessa articolazione della struttura organizzativa di una società [di investimenti] non può comportare l'esclusione o anche il semplice affievolimento del potere-dovere di controllo che compete a ciascun componente*".

2. L'amministrazione difensiva o inefficiente come conseguenza di una prassi rigoristica

Se questo è il quadro, è abbastanza ovvio quale sia il vero problema innanzi al quale atteggiamenti giurisprudenziali così rigidi e rigorosi hanno posto il legislatore della riforma: evitare che, come accade in altri settori dell'ordinamento e della vita sociale

05 Cass. 17687/2016; Cass. 5375/2024; Tribunale Torino n. 5563/2019 e n. 3734/2019.

06 Cass. 17441/2016, in *Giur. it.*, 2017, 386, con nota di Cagnasso – Riganti.

07 Per un'argomentata critica sia alla posizione genericamente rigoristica della giurisprudenza, sia all'indebita estensione dei princìpi elaborati in materia di opposizione alle sanzioni amministrative alla (diversa) materia delle azioni civili di responsabilità, v. Mirone, *La responsabilità degli amministratori nelle società bancarie*, in *BBTC*, 2025, I, 397 ss.

08 Cass. 17/3/2026, nn. 6272 e 6279.

(penso soprattutto all'attività medica), il timore di sanzioni conseguenti a forme di responsabilità para-oggettiva [09] induca atteggiamenti difensivi. Non è infatti difficile immaginare che, così come il rigore giurisprudenziale di fine secolo scorso ha provocato una medicina difensiva, allo stesso modo il rigore attuale in materia di azioni di responsabilità (o di opposizioni a sanzioni amministrative) possa generare un'amministrazione difensiva o, comunque, inefficiente: è stato giustamente notato, infatti, che "*Oltre tutto, l'esigenza dei non esecutivi di cercare di porsi al riparo da possibili rischi di responsabilità per non aver esercitato con la prescritta diligenza l'attività di valutazione della gestione, specie di quella delegata, li induce, sovente, a moltiplicare l'interventismo consiliare, che si manifesta con la formulazione di continue e incalzanti richieste di chiarimenti e delucidazioni non sempre pertinenti, indirizzate per lo più al Ceo e al suo team, su tutto quanto forma oggetto di valutazione o deliberazione da parte dell'organo amministrativo. Con il risultato che le adunanze consiliari hanno una durata spesso lunghissima e un andamento non certo efficiente e finiscono per costituire spesso una mera «vetrina» di interventi poco opportuni*" [10].

Ma quest'atteggiamento rigoristico solleva anche un altro problema, perché sanno che, a fronte di poco o pochissimo, corrono il rischio di rispondere molto o moltissimo [11]. La conseguenza è che i professionisti che avrebbero gli strumenti per adempiere al meglio il ruolo di supervisione strategica (che, nella riforma del 2003, rappresenta un tassello fondamentale del complessivo sistema di governance delle s.p.a.) rifiutano gli incarichi, mentre i professionisti che li accettano adempiono a una funzione in tanti casi coreografica.

Il rigore giurisprudenziale genera dunque una *race to the bottom*, che certo non giova agli auspicati obiettivi di buona ed equilibrata *governance* aziendale.

---

09 Che, peraltro, proprio la riforma del 2003 voleva evitare: cfr. la relazione di accompagnamento, secondo cui "*la eliminazione del precedente comma due dell'articolo 2392 dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione, sostituita da specifici obblighi ben individuati (v. in particolare gli art. 2381 e 2391), tende, pur conservando la responsabilità solidale, ad evitare sue indebite estensioni che, soprattutto nell'esperienza delle azioni esperite da procedure concorsuali, finiva per trasformarla in una responsabilità sostanzialmente oggettiva, allontanando le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale esponeva a responsabilità praticamente inevitabili. Si tratta di un chiarimento interpretativo di notevole rilevanza, avuto riguardo alle incertezze dell'attuale prevalente giurisprudenza*".

10 Bianchi, *Il consiglio di amministrazione delle società quotate: un modello da ripensare?*, in *Riv. soc.*, 2025, I, 639 ss.

11 Il punto era sottolineato già da Bonelli, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2013, p. 2: "*La riforma ha preso atto del dato di fatto, noto a tutti, della sostanziale diversità tra consigliere delegato e consiglieri deleganti: solo il primo ha le deleghe, gestisce la società e lavora* full time *per tutto l'anno (mentre i consiglieri deleganti partecipano a una dozzina di consigli di amministrazione all'anno, della durate di qualche ora ciascuno), ha una retribuzione che è almeno 10-15 volte quella dei consiglieri senza delega, è a capo della struttura ed è perciò in grado di conoscere i fatti e le criticità gestionali*".

Il problema, a ben riflettere, non è molto diverso da quello che ha condotto alla recente, e invero assai discussa, riforma dell'art. 2407 c.c. [12].

3. La risposta del Legislatore recente: la frammentazione dell'art. 2381 c.c. e il nuovo art. 2381-ter sui doveri e i poteri degli amministratori non esecutivi

A questo problema – che potremmo definire di *overdeterrence* – il Legislatore della riforma ha risposto scomponendo l'art. 2381 c.c. (che, insieme all'art. 2392, è uno dei due pilastri su cui si costruiscono poteri e responsabilità degli amministratori non esecutivi) in più articoli.

Come è ben noto, l'attuale testo dell'art. 2381 c.c. è assai complesso, perché, in un solo articolo, sono regolate almeno tre discipline diverse: *(i)* le funzioni del presidente, *(ii)* l'estensione delle deleghe e le materie non delegabili, *(iii)* i flussi informativi, transitivi e riflessivi.

Queste materie, con la riforma, saranno giustamente divise in tre articoli diversi: l'art. 2381 si occuperà solo del presidente; l'art. 2381-bis del comitato esecutivo e degli organi delegati; l'art. 2381-ter (espressamente rubricato "*informazione consiliare*") degli amministratori non esecutivi.

In particolare, il nuovo art. 2381-ter così dispone:

Gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato.

Il presidente provvede affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri.

Ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società.

Nell'assumere le proprie determinazioni, gli amministratori cui il consiglio non abbia delegato proprie attribuzioni fanno ragionevole affidamento, anche in relazione alle loro specifiche competenze, sulle informazioni ricevute in conformità alle previsioni della legge e dello statuto. Resta fermo quanto previsto dalle leggi speciali.

Secondo la Relazione illustrativa "*Il quarto comma introduce una nuova disposizione al fine di chiarire la regola di responsabilità degli amministratori non esecutivi in rapporto all'informazione per essi disponibile: secondo la nuova previsione, essi possono fare ragionevole affidamento sull'informazione ricevuta (anzitutto per il tramite del presidente,*

12 Prima delle riforma v. già Guizzi, *Lobbying e diritto societario: note critiche intorno alla proposta di riforma dell'art. 2407 c.c.*, in *Riv. Soc.*, 2024, 251 ss.; dopo la riforma, ex multis, Rordorf, *La responsabilità dei sindaci alla luce del novellato art. 2407 c.c.*, in *Società*, 2025, 625 ss.; de Luca - Houben, *Limitazione di responsabilità dei sindaci: una medicina con effetti collaterali maggiori degli effetti curativi?*, ivi, 634 ss.; Picciau, *La nuova disciplina della responsabilità dei sindaci: appunti su profili letterali e sistematici*, ivi, 644 ss.; Ambrosini, *Vincolo di solidarietà, danno risarcibile e prescrizione nel nuovo art. 2407 c.c.*, ivi, 655; Guizzi, *Spigolature intorno all'applicazione del nuovo art. 2407 c.c.*, ivi, 675 ss.

ai sensi del secondo comma) anche in relazione alle loro specifiche competenze: la previsione, che va letta in combinato disposto con l'articolo 2392, secondo comma, del Codice civile (cfr. infra per le relative modifiche) è volta a innalzare il livello di diligenza richiesto nella valutazione dell'adeguatezza delle informazioni ricevute laddove i consiglieri dispongano di specifiche expertise in relazione a determinate materie oggetto della discussione consiliare. Si prevede, infine, una clausola di salvaguardia per le disposizioni dettate dalle leggi speciali".

Le modifiche all'art. 2392 c.c. non sono, invece, sostanziali, ma sono dettate esclusivamente dalla necessità di raccordarne il testo con il disposto del nuovo art. 2381-ter.

Secondo la relazione illustrativa la modifica dell'art. 2392 serve, però, a "*meglio perimetrare*" la responsabilità degli amministratori non esecutivi verso la società. "*In particolare, il secondo comma è modificato per aggiornare il riferimento alle previsioni dell'articolo 2381 c.c., terzo comma, trasfuse nel nuovo articolo 2381-bis c.c. e per collegamento sistematico con le nuove previsioni di cui all'articolo 2381-ter del Codice civile, onde escludere dalla responsabilità solidale gli amministratori non esecutivi che abbiano fatto ragionevole affidamento sulle informazioni ricevute in consiglio e che, pertanto, non conoscevano né potevano conoscere l'esistenza di fatti pregiudizievoli. Il terzo comma è modificato per consentirne l'applicazione indifferentemente nei diversi sistemi*".

4. Il "ragionevole affidamento" sulle informazioni ricevute in *plenum* e il rilievo delle "specifiche competenze" di ciascun amministratore non esecutivo

È evidente che il cuore della riforma riposa sul concetto di "ragionevole affidamento" sulle informazioni ricevute, che, stando almeno alla citata relazione illustrativa, esonererebbe da responsabilità solidale gli amministratori non esecutivi per i danni cagionati al patrimonio sociale da fatti di *mala gestio* commessi dagli organi delegati nel duplice caso in cui: *(a)* gli atti e le operazioni dannose non siano neppure transitate dal *plenum*; *(b)* le informazioni fornite in *plenum* su tali atti o operazioni non fossero tali da far suonare un campanello d'allarme.

Nell'interpretazione dell'art. 2381-ter mi sembra centrale l'espresso riferimento alle "*specifiche competenze*" degli amministratori non esecutivi. Questo riferimento lessicale non è in realtà una novità, poiché le "*specifiche competenze*" sono già richiamate dall'art. 2392 c.c. post riforma del 2003 allo scopo di delimitare la condotta esigibile da ciascun amministratore, esecutivo o no, cioè di dare corpo allo standard di diligenza professionale che ciascun amministratore è tenuto a rispettare.

Nonostante qualche sforzo dottrinale volto a valorizzarlo [13], il riferimento alle "*specifiche*

13 Di Cataldo, *Problemi nuovi in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione di minoranza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 644 ss.

competenze" contenuto nella disposizione testé citata è stato sostanzialmente negletto dalla giurisprudenza, la quale (anche qui, soprattutto in materia di società vigilate) ha invece introdotto una sorta di presunzione di specifica competenza, osservando che "*anche i singoli consiglieri devono possedere e attivare una costante e adeguata conoscenza del* business *bancario e, essendo compartecipi delle decisioni di strategia gestionale assunte dall'intero Consiglio, hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi in tutti i settori di operatività della banca, oltre che ad attivarsi in modo da esercitare efficacemente la funzione di monitoraggio sulle scelte compiute, non solo in vista della valutazione delle relazioni degli amministratori delegati, ma anche ai fini dell'esercizio dei poteri di direttiva o avocazione riguardo alle attività rientranti nella delega (Cass. n. 2737/2013; Cass. n. 17799/2014; Cass. n. 18683/2014; Cass. n. 5606/2019; Cass. n. 24851/2019)*" [14].

Il punto a mio avviso molto rilevante è che nell'art. 2381-ter il riferimento alle "*specifiche competenze*" va oltre la concretizzazione delle condotte dovute in forza della diligenza professionale richiesta agli amministratori, perché è testualmente funzionale alla comprensione delle informazioni ricevute e, dunque, al ragionevole affidamento che ciascun singolo amministratore non esecutivo può, legittimamente, sulle stesse riporre.

Mi sembra, dunque, che tra "*specifiche competenze*" e "*ragionevole affidamento*" corre un rapporto di proporzionalità inversa, nel senso che la maggior competenza *dà* maggiori possibilità di andare oltre le informazioni ricevute e dunque genera minore affidamento, mentre la minor competenza *dà* minori possibilità di andare oltre le informazioni ricevute e dunque genera maggior affidamento. In sintesi: maggior competenza, minor affidamento; minor competenza, maggior affidamento.

Questo proporzionalità inversa non vale, ovviamente, a esonerare da responsabilità l'incompetente in assoluto, ma si rende certamente utile a distinguere, come raramente la giurisprudenza fa, "*chi serve a cosa*" dentro a un Cda.

L'esperienza insegna, infatti, che molto raramente le sentenze graduano la responsabilità nei confronti della società o dei creditori (normalmente esperite dalle Curatele) dei vari amministratori non esecutivi in ragione della loro personale capacità di cogliere segnali d'allarme, e che tanto non fanno neppure nelle azioni di regresso: là dove, al massimo, le responsabilità vengono distinte per gruppi di soggetti (management, Collegio sindacale, amministratori non esecutivi) senza alcuna gradazione di responsabilità all'interno del singolo gruppo.

Un tale appiattimento contrasta, peraltro, con quella diversificazione delle competenze che, oltre a essere una prescrizione normativa per le banche, ove la composizione quali-quantitativa ottimale dei componenti del consiglio di amministrazione *è già una regola*

14 Cass. 17 marzo 2026, n. 6279.

[15], è considerata una *good practice* di ogni società per azioni ([16]): *è, infatti, evidente che* un consiglio di amministrazione nel quale tutti i componenti abbiano le stesse competenze rischi di essere un organo pletorico e dunque inefficiente. Giustamente si è segnalato che "l'attività di amministrazione richiede oggi il possesso di un'ampia e diversificata varietà di *skills* e cognizioni tali da rendere obiettivamente problematico il compito di individuare un identikit attendibile di «buon» amministratore con valenza generale. Non a caso, la tendenza oggi prevalente, sia a livello di regolamentazione speciale dei soggetti vigilati e degli emittenti sia di autodisciplina (per gli emittenti), è quella di prescrivere il rispetto di una adeguata differenziazione di figure professionali e delle rispettive competenze in seno al consiglio di amministrazione, anziché quella di identificare un paradigma *bon à tout faire* dell'amministratore «ideale»" [17].

Ma, se è buona prassi diversificare le competenze, da questa buona prassi devono essere tratte le conseguenze: sicché, ad esempio, se *è giusto che nel* Consiglio di amministrazione di una società farmaceutica impegnata in ricerca e sviluppo sieda un virologo, è ingiusto chiamarlo a rispondere, solidalmente con gli altri componenti, per non aver compreso le tecnicalità aziendalistico-giuridiche di un'operazione di fusione e acquisizione.

Questo, insomma, mi pare essere il senso del "*ragionevole affidamento anche in relazione alle specifiche competenze*"**;** che, come detto, sembra la vera novità apportata dal legislatore della riforma, tanto più che, nel disposto normativo, l'avverbio "*anche*" pare lasciar intendere che le informazioni consiliari generano, di per sé, un ragionevole affidamento e che quest'affidamento vieppiù si rafforza a misura che le competenze del singolo amministratore non esecutivo non gli consentano di cogliere eventuali segnali d'allarme dai flussi informativi transitivi.

L'intento, neppure troppo lontano da quello del riformatore del 2003 [18], è assolutamente condivisibile, ma l'obiettivo rischia di non essere raggiunto se, al contempo, non cambia anche l'atteggiamento della giurisprudenza. Perché, a ben vedere, che l'amministratore non esecutivo potesse fare ragionevole affidamento sulle informazioni ricevute

15 cfr. l'art. 11 del d.m. 169/2020, secondo cui devono essere rispettati criteri di adeguata composizione collettiva degli organi, prevedendo una diversificazione in termini di competenze, età, genere e durata di permanenza dell'incarico, in modo da alimentare il confronto e la dialettica interna, favorire l'emersione di una pluralità di approcci e prospettive nei processi decisionali, supportare efficacemente le attività di elaborazione degli indirizzi strategici, di gestione dei rischi e di controllo sull'operato dell'alta dirigenza, nonché tenere conto dei molteplici interessi che concorrono alla sana e prudente gestione

16 cfr. l'art. 2, § VII, del Codice di Corporate Governance (CCG) delle società quotate, secondo cui "*La società applica criteri di diversità, anche di genere, per la composizione dell'organo di amministrazione, nel rispetto dell'obiettivo prioritario di assicurare adeguata competenza e professionalità dei suoi membri*".

17 Bianchi, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, 2021, p. 75.

18 cfr. Bonelli, *Gli amministratori di S.p.A.*, cit.

era una soluzione a cui, in via sistematico-interpretativa, si poteva giungere senza troppe difficoltà anche prima dell'ultima riforma: bastava riflettere sul fatto che gli amministratori deleganti non predispongono neppure le operazioni "*di maggior rilievo*", che vengono loro comunicate a cose fatte; non hanno conoscenza di ciò che bolle nella pentola degli esecutivi, perché sono destinatari solo di informazioni sulla prevedibile evoluzione del generale andamento della gestione; ricevono informazioni più o meno tempestive solo in occasione delle riunione consiliari e, solo in quella sede, possono chiedere eventuali approfondimenti. Eppure la giurisprudenza, tagliando carne e ossa, non esita ad affermare che l'affidamento degli amministratori non esecutivi nelle informazioni fornite dagli organi delegati non possa tradursi in una "*cieca rinuncia delle personali facoltà critiche*", ravvisando spesso, col proverbiale senno del poi, segnali d'allarme - davvero impercettibili a chi ha sempre, e saltuariamente, informazioni di secondo livello - solo a danno fatto.

Se quest'atteggiamento perdurerà - se, cioè, i giudici continueranno a immaginare amministratori non esecutivi onniscienti e con antenne sensibilissime - sarà facile presagio immaginare che anche il "*ragionevole affidamento*" verrà nei fatti sterilizzato: basterà osservare che un affidamento, per essere ragionevole, deve essere critico e che per valutare criticamente le informazioni bisogna ricercarle e approfondirle.

Non meno facile presagio è pure immaginare che l'ultimo periodo dell'ultimo comma dell'art. 2381-ter ("*Resta fermo quanto previsto dalle leggi speciali*") verrà interpretato nel senso che l'intero art. 2381-ter non trovi applicazione per gli amministratori non esecutivi delle società vigilate. Al contrario, invece, si potrebbe interpretare quel rimando proprio a quanto le leggi speciali e la normativa di attuazione prescrivono circa la composizione quali-quantitativa dell'organo collegiale, così valorizzando, anche sotto il profilo delle responsabilità, che non è altro che l'altra faccia dei doveri di diligenza professionale, le competenze dei varî amministratori non esecutivi, come detto necessariamente diversificate [19].

L'alternativa, invece, è quella che si è tentato di prospettare: valorizzare il nesso tra informazioni ricevute e capacità di ogni singolo amministratore di processarle in virtù delle proprie specifiche competenze, e così distinguere, per i fatti gestori produttivi di danno e manifestamente avventati e imprudenti già a una valutazione *ex ante* (venendo altrimenti la responsabilità sterilizzata dalla *business judgment rule*), quando l'amministratore non esecutivo fosse stato, avuto riguardo alle sue specifiche competenze, in condizioni di porvi rimedio.

Così ragionando, come probabilmente era già possibile fare fino a ieri e come dovrebbe essere un po' più facile fare da domani, la conseguenza sarà l'auspicato allineamento della norma giuridica – intesa in senso ascarelliano, come testo interpretato – alla realtà sociale, nella quale è ben chiaro che i ruoli e le funzioni di un CEO sono, per espressa scelta normativa, sideralmente diversi da quelli degli amministratori deleganti.

19 cfr. *supra*, nota 15.

La nuova disciplina dell'o.p.a. fra impresa e mercato

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

Sommario: 1. Premessa. – 2. *Listing, delisting, downlisting*. – 3. Cambio di controllo e dintorni. – 4. Qualche osservazione a margine della riforma dell'o.p.a.

1. Premessa

È un privilegio introdurre e coordinare la sessione incentrata sulla nuova disciplina dell'offerta pubblica di acquisto in un importante convegno dedicato alla recente riforma del testo unico della finanza recata dal d.lgs. n. 47 del 27 marzo 2026 [01].

Il compito assegnatomi è particolarmente sfidante se si considera che l'impianto regolatorio in materia di o.p.a., pur essendo stato modificato a livello di normativa primaria, è suscettibile di parziale attuazione da parte di regolamenti Consob dall'impatto potenzialmente significativo.

Mi sarà di conforto la circostanza che le presenti note, essendo introduttive, potranno limitarsi a tratteggiare gli aspetti più salienti della novella, senza invadere il campo riservato alle relazioni successive aventi ad oggetto profili specifici dell'argomento [02].

Prima di entrare nel merito della riforma, piace osservare come il titolo della sessione da me presieduta – "*Controllo societario e mercato: le nuove regole sulle OPA*" – colga bene nel segno, poiché mette a confronto due aspetti nevralgici della regolazione in pa-

01 Il presente contributo è costituito dal testo della relazione, con aggiunta di note, tenuta al Convegno intitolato "*Riforma del TUF e nuove frontiere del diritto dell'economia*", organizzato in data 9 e 10 aprile 2026 presso l'Università degli Studi di Napoli "Parthenope".

02 Si tratta, in particolare, delle relazioni di Paola Lucantoni sulle recenti offerte pubbliche di scambio in ambito bancario, di Andrea Tucci sulla nuova regolazione del concerto e di Matteo De Poli sul neo-introdotto acquisto totalitario su autorizzazione dei soci.

rola, e segnatamente quello della contendibilità dell'emittente e quello della protezione degli investitori [03]. È noto, infatti, che le o.p.a., specie se obbligatorie, "*rappresentano al contempo una opportunità di disinvestimento (a condizioni tendenzialmente vantaggiose) ma anche un costo che riduce la contendibilità delle società*" [04].

Ciò premesso, ritengo opportuno evidenziare come i lavori del legislatore delegato abbiano preso le mosse dalla convinzione che la disciplina sull'o.p.a. antecedente al d.lgs. n. 47/2026 funzionasse complessivamente bene [05], tanto che l'art. 19 della legge delega n. 21/2024 si è limitato a prescrivere "*il riordino e l'aggiornamento*" della regolazione sull'o.p.a. [06], confermandone la fisionomia essenziale ma, al contempo, perseguendo sia una parziale riduzione dei fenomeni di *gold plating* (nei limiti della direttiva o.p.a. n. 2004/25), sia un ammodernamento del quadro normativo di riferimento.

2. *Listing, delisting, downlisting*

Nel tentativo di rintracciare una logica di fondo sottesa alle modifiche introdotte dal d.lgs. 47/2026 alla disciplina dell'o.p.a., si può fare riferimento a un rinnovato rapporto fra esigenze dell'impresa e tutela del mercato.

Tale equilibrio si regge su una serie di delicate relazioni.

In particolare, merita di essere segnalato un approccio di estensione delle opzioni di *delisting* delle società quotate italiane, nell'assunto che una accresciuta flessibilità in sede di uscita dal mercato regolamentato potesse attrarre nuove quotazioni in borsa. Come se la reversibilità del vincolo organizzativo riconducibile al *listing* potesse incentivare la decisione di accedere al mercato del capitale di rischio [07].

In tal senso depongono una pluralità di indici.

In primo luogo, l'abbassamento della soglia dello *squeeze-out* (art. 111 t.u.f.) al 90 per cento dei titoli della categoria interessata (in luogo del precedente 95 per cento), in linea con quanto consentito dalla direttiva o.p.a. ed effettuato in altri ordinamenti eu-

03 Cfr. M. Stella Richter Jr., *Parole non introduttive in tema di offerte pubbliche e loro prospettive di riforma*, in Aa.Vv., *Princìpi di riforma del Testo Unico della Finanza*, a cura di A. Sacco Ginevri, Milano, 2026, spec. 106.

04 In generale, con riguardo alla riforma del t.u.f., si v. S. Cappiello, *Il "pendolo" della regolamentazione finanziaria, in Italia e in Europa*, in Aa.Vv., *Princìpi di riforma del Testo Unico della Finanza*, a cura di A. Sacco Ginevri, Milano, 2026, 233 ss.

05 In arg. si v., di recente, A. Tucci, voce *"Offerta pubblica di acquisto"*, in *Enc. dir., Società*, Milano, 2025, 671 ss.

06 Così l'originario comma 2, lett. f), recante i criteri direttivi della delega, poi integrato con la legge 11 marzo 2025 n. 28.

07 In arg. sia consentito il rinvio a A. Sacco Ginevri, *OPA e delisting*, in *Riv. soc.*, 2022, spec. 942.

ropei (ad es. la Francia) [08].

Inoltre, nella medesima ottica è da menzionare l'*acquisto totalitario su autorizzazione dei soci* (art. 112-*bis* t.u.f.), mediante il quale la revoca della quotazione della società *target* è percorribile attraverso un processo alternativo rispetto a quello dell'offerta pubblica di acquisto [09].

Ancora, l'uscita dal mercato regolamentato è conseguibile per effetto del *downlisting*, che consente la *migrazione* dell'emittente verso un sistema multilaterale di negoziazione, e cioè in una sede caratterizzata da vincoli operativi meno intensi [10].

Ciò posto, anche nel rinnovato impianto legislativo è da ritenersi precluso il *delisting* "puro", atteso che – in quell'ottica di bilanciamento fra interesse dell'impresa alla riorganizzazione e interesse del mercato alla liquidità del titolo – trova conferma la convinzione che l'uscita dalla borsa richieda comunque chiare motivazioni imprenditoriali (come tipicamente avviene nelle operazioni societarie di riorganizzazione) oppure altrettanto chiari procedimenti di mercato (come accade nelle operazioni di *take-over*).

3. Cambio di controllo e dintorni

La riforma reca anche rilevanti semplificazioni procedimentali, molte delle quali volte a favorire un maggiore dinamismo nelle operazioni di *change of control*, a partire dalla eliminazione del precedente assetto basato su una pluralità di soglie dell'o.p.a. obbligatoria per passare, ora, a un sistema a soglia unica fissata nel 30 per cento.

È intuitivo che la soluzione offerta dalla soglia unica semplifichi le regole del gioco, contribuendo alla standardizzazione degli scenari prospettici anche con spirito di allineamento a quanto avviene negli altri Stati membri [11].

Inoltre, sempre nella medesima prospettiva, possono essere annoverate le modifiche apportate alla disciplina del concerto che, da un lato, eliminano dalla nozione in parola l'accordo volto al "mantenimento del controllo" – essendo sovrabbondante rispetto alla

08 Sia consentito il rinvio a A. Sacco Ginevri, *Quali regole per il "gioco dell'o.p.a."? Alcune proposte a trent'anni dalla legge n. 149/1992*, in Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari - S. Cerrato - E. Desana, Torino, 2022, 1535 ss.

09 In arg. si v. M. De Poli, *L'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci*, consultato grazie alla cortesia dell'Autore; M.L. Passador, *L'art. 112-bis t.u.f. come courtless scheme of arrangement: nodi problematici*, in *Le Società*, 2025, 1304 ss.

10 In arg. sia consentito il rinvio a F. Annunziata - A. Sacco Ginevri, *Downlisting in Italy. Preliminary thoughts on the recent reform of the Italian Securities Act*, in *Bocconi Legal Papers*, consultabile in *www.ssrn.com*, 2026, 1 ss.

11 Si v. A. Zoppini, *La riforma dei mercati finanziari: un cantiere sempre aperto?*, in Aa.Vv., *Princìpi di riforma, cit.*, spec. 38; M. Maugeri, *Le offerte pubbliche di acquisto e l'appello al pubblico risparmio*, Aa.Vv., *Competitività dei capitali e riforma del Testo Unico della Finanza*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2025, 223 ss.; A. Sacco Ginevri, *Problemi aperti e dati empirici in materia di o.p.a.*, in *La S.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, a cura di P. Marchetti e altri, tomo I, Milano, 2024, spec. 585-6.

definizione di "persone che agiscono di concerto" contenuta nell'art. 2, comma 1, lett. d, della direttiva OPA – e, dall'altro lato, trasformano le presunzioni di concerto da *assolute* a *relative* [12], onde mitigare l'eccessivo ingessamento derivante dall'utilizzo di uno schema presuntivo *iuris et de iure* in coerenza con l'approccio seguito in materia dagli altri Stati membri.

A ciò si aggiungano *(i)* l'innalzamento della percentuale massima di acquisti/maggiorazioni del voto oltre la quale scatta l'o.p.a. incrementale (art. 106, co. 3, lett. b, t.u.f.) ora eccedente il 10 per cento in ragione d'anno, *(ii)* l'accorciamento del periodo temporale da prendere in considerazione per il calcolo del prezzo più alto pagato dall'acquirente ai fini della determinazione del corrispettivo dell'o.p.a. obbligatoria, ora ridotto a sei mesi precedenti il sorgere dell'obbligo (art. 106, comma 2, t.u.f.), *(iii)* la nuova disciplina dell'o.p.a. preventiva (art. 107 t.u.f.) che è stata resa più agevole abbassando al 50 per cento il quantitativo minimo di titoli a cui indirizzare l'offerta e addolcendo alcuni requisiti procedimentali [13], e *(iv)* l'inclusione esplicita, fra le esenzioni dall'obbligo di o.p.a., del superamento della soglia rilevante per effetto di un conferimento in natura, al pari di quelle tradizionali della fusione e della scissione (art. 106, comma 5, lett. e, t.u.f.) [14].

Ancor più innovativa è la modifica scaturente dall'introduzione dell'"*acquisto totalitario*" *ex* art. 112-*bis* t.u.f., trattandosi di uno schema di trasferimento del controllo a termini e condizioni alternativi rispetto a quelli dell'o.p.a.

Proprio focalizzandoci su quest'ultima fattispecie emerge l'attenzione del legislatore della riforma per il bilanciamento di nuove opzioni di contendibilità dell'impresa con nuovi presìdi a tutela degli investitori, fra cui una maggioranza rafforzata in assemblea per autorizzare l'operazione (art. 112-*bis*, comma 5, t.u.f.), unitamente alla sterilizzazione dei meccanismi di voto multiplo attraverso una regola di neutralizzazione *sui generis* (artt. 127-*quinquies*, comma 10-*bis*, e 127-*sexies*, comma 3-*bis*, t.u.f.).

In sostanza, si tratta di un assetto in cui il trasferimento del controllo senza o.p.a. è consentito, ma solo al ricorrere di un elevato consenso di un'ampia gamma di minoranze, le quali, a quel punto, non potranno opporre limitazioni parasociali e statutarie alla cessione delle azioni o al voto.

Depone nel senso di una maggiore trasparenza a salvaguardia delle esigenze del mer-

12 Cfr. A. Sacco Ginevri, *Problemi aperti*, *cit.*, spec. 586.

13 In particolare, è stata oggetto di modifica la modalità tramite cui consentire agli aventi diritto di esprimersi sull'offerta ai sensi del comma 2 dell'art. 107 t.u.f. – poiché ora alla Consob è demandato di stabilire in via regolamentare "*modalità di approvazione dell'offerta, prevedendo l'uso di comunicazioni elettroniche da parte degli intermediari depositari delle azioni …*" – ed è stato accorciato a sei mesi (in luogo dei precedenti dodici mesi) il periodo *post* completamento dell'o.p.a. durante il quale le operazioni indicate al comma 3 dell'art. 107 t.u.f. rimangono impedite, con la precisazione che, quanto a fusioni e scissioni dell'emittente, ad essere vietate sono solo quelle "*da cui consegua la revoca dalla quotazione*".

14 Sia consentito il rinvio a A.Sacco Ginevri, *Problemi aperti*, *cit.*, spec. 587, nt. 36.

cato anche l'introduzione nell'art. 102, comma 8, t.u.f. di una regola procedimentale simile alla c.d. *put up or shut up rule* di tradizione anglosassone, in base alla quale – se sul mercato si diffondono notizie o indiscrezioni (*rumors*) circa una potenziale operazione di o.p.a. – la Consob può intervenire per domandare chiarezza ai diretti interessati, chiedendo di confermare o smentire l'intenzione di lanciare l'offerta in questione. Se il diretto interessato non risponde alla richiesta di chiarimento, oppure nega tale intenzione, nei dodici mesi successivi non potrà lanciare l'offerta, avendo ingenerato il convincimento che l'o.p.a. non sarebbe stata avviata [15].

4. Qualche osservazione a margine della riforma dell'o.p.a.

Da quanto sin qui osservato trova conferma la sensazione che è nel delicato equilibrio fra interessi plurimi e variegati, tutti incisi dall'o.p.a., che si misura la coerenza complessiva e l'efficacia della regolazione adottata in materia.

In particolare, rileva il dialogo fra l'interesse imprenditoriale a poter adattare, più agevolmente che in passato, la veste organizzativa all'evoluzione delle esigenze operative con l'interesse degli investitori a disporre di strumenti di protezione efficaci qualora il predetto mutamento dovesse realizzarsi.

Come sin troppo spesso accade nella nostra materia, già quarant'anni or sono molti di questi temi sono stati oggetto di autorevoli considerazioni. Basti ricordare le parole – straordinariamente attuali – con cui Ariberto Mignoli introduceva le sue "*riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa*", in cui evidenziava la convinzione che il diffondersi delle o.p.a. potesse rendere le società quotate "*vulnerabili*" e "*insicure*", in quanto esposte a "*fatti di cannibalismo*" in grado di rompere "*solidarietà tradizionali*" e delineare "*nuove alleanze*".

A fronte di tali preoccupazioni l'illustre Autore invitava a respingere discipline eccessivamente rigide sull'o.p.a., poiché poco adatte a regolare "*un fenomeno così mutevole nei suoi aspetti e nelle sue finalità*", essendo invece da privilegiare una "*posizione pragmatica, di continuo aggiustamento del tiro e delle procedure*" [16].

15 Cfr. A.Sacco Ginevri, *Problemi aperti*, *cit*., spec. 583.

16 Così A. Mignoli, *Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'opa: idee, problemi, proposte*, in *Riv. soc.*, 1986, 2 ss.

Trasferimento del controllo nelle OPA bancarie tra continuità e innovazione: i presidi a tutela del risparmio

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

Sommario[01]**:** 1. Introduzione. – 2. La continuità del quadro normativo: disciplina dell'OPA e specificità bancaria. – 3. La Direttiva OPA nel contesto europeo: armonizzazione incompiuta e competizione regolatoria. – 4. Il golden power come filtro *pre*-OPA: dalla contendibilità pura alla contendibilità condizionata. – 5. Un banco di prova dell'architettura multilivello. – 6. Protezione degli asset strategici, libertà di movimento dei capitali e vigilanza prudenziale europea. – 7. La lista del consiglio come meccanismo *post*-OPA: continuità governata. – 8. Una lettura unitaria: il trasferimento del controllo come processo a più stadi. – 9. Conclusioni.

1. Introduzione

Il trasferimento del controllo nelle banche costituisce oggi uno dei luoghi più significativi di emersione della complessità del diritto dell'economia. A differenza di quanto accade nelle operazioni riguardanti società industriali, nelle OPA bancarie il mutamento degli assetti proprietari non incide soltanto sull'assetto del governo societario e sugli equilibri tra soci, ma investe interessi di rilievo sistemico, quali la stabilità finanziaria, la sana e prudente gestione e, in ultima analisi, la tutela del risparmio, cui l'art. 47 Cost. attribuisce esplicito rilievo costituzionale.[02]

01 Il presente contributo è costituito dal testo della relazione, con aggiunta di note, tenuta al Convegno intitolato «Riforma del TUF e nuove frontiere del diritto dell'economia», organizzato in data 9 e 10 aprile 2026 presso l'Università degli Studi di Napoli «Parthenope».

02 Cfr. art. 47 Cost. Sul fondamento costituzionale della tutela del risparmio nel diritto dei mercati finanziari, v. ampiamente P. Marchetti, *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, 140 ss.

Ne deriva che il trasferimento del controllo nel settore bancario non può più essere letto come il semplice effetto dell'acquisto di una partecipazione rilevante o del buon esito dell'offerta. Esso si presenta, piuttosto, come un processo giuridicamente complesso, nel quale la disciplina dell'OPA, i controlli prudenziali sulle partecipazioni qualificate, i poteri speciali dello Stato e, da ultimo, i meccanismi di formazione degli organi sociali concorrono a modellare tempi, limiti ed effetti del mutamento del governo della banca.[03]

In questa prospettiva, risulta particolarmente utile il riferimento al pensiero di Edgar Morin. Secondo la sua nota elaborazione teorica, la complessità non consiste in una mera complicazione dei fenomeni, ma nella loro natura «tessuta insieme», nella quale coesistono elementi eterogenei, talora persino contraddittori, che non possono essere ridotti a una logica unitaria senza perdita di significato. Proprio tale chiave di lettura appare particolarmente adatta a descrivere il trasferimento del controllo nelle OPA bancarie, che si colloca all'intersezione tra mercato, vigilanza, intervento pubblico e regole di governance.

La tesi che qui si intende sostenere è, dunque, che il trasferimento del controllo nelle banche si configuri oggi come un processo a più stadi, nel quale la logica di mercato viene progressivamente integrata, e in parte limitata, da meccanismi pubblicistici e organizzativi che ne ridisegnano condizioni, modalità ed effetti. In tale quadro, la tutela del risparmio non si presenta come un vincolo esterno, ma come un principio ordinante che permea l'intero sistema e orienta il bilanciamento tra contendibilità e stabilità.[04]

2. La continuità del quadro normativo: disciplina dell'OPA e specificità bancaria

Nel quadro delineato dal Testo Unico della Finanza, il trasferimento del controllo attraverso offerta pubblica di acquisto è strutturato attorno ai principi di trasparenza, parità di trattamento e tutela delle minoranze. La disciplina degli artt. 102 ss. TUF, e in particolare l'art. 106 in materia di OPA obbligatoria, riflette una logica di mercato orientata a garantire la contendibilità delle società quotate e a impedire che il mutamento del

03 Per un inquadramento della complessità del fenomeno bancario nella prospettiva del diritto societario, v. F. D'ALESSANDRO, *«La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss.; R. COSTI, *Qualche nota introduttiva*, in *Riv. soc.*, 2022, 918 ss.

04 Per il profilo della tutela del risparmio come principio ordinante del sistema, v. il richiamo all'art. 47 Cost. e alla prospettiva personalistica di J. MARITAIN, per il quale l'ordine economico e politico trova legittimazione nel perseguimento del bene comune: cfr. J. MARITAIN, *La persona e il bene comune*, trad. it. di M. MAZZOLANI, Morcelliana, Brescia, 1963, passim.

controllo si realizzi in forme opache o discriminatorie.[0506]

Tuttavia, nel settore bancario, tali principi si innestano su un impianto regolatorio ulteriore, giustificato dalla peculiare natura dell'impresa bancaria e dal rilievo pubblicistico degli interessi coinvolti. Il trasferimento del controllo non esaurisce, infatti, i propri effetti nella sfera dei rapporti tra soci o nella dimensione della contendibilità del mercato, ma incide sulla struttura di un intermediario la cui attività è strettamente connessa alla fiducia del pubblico e alla stabilità del sistema finanziario.

Per questa ragione, il mutamento degli assetti proprietari nelle banche è subordinato a una verifica preventiva dei requisiti dell'acquirente, sia sul piano nazionale sia sul piano europeo. Vengono in rilievo, in particolare, l'onorabilità, la solidità finanziaria, la reputazione, nonché la sostenibilità del progetto industriale e la compatibilità dell'operazione con la sana e prudente gestione dell'ente. La disciplina delle partecipazioni qualificate, il ruolo della Banca Centrale Europea e le regole derivanti dal quadro CRD/CRR rendono evidente che, nel contesto bancario, la disciplina dell'OPA non esaurisce la regolazione del fenomeno, ma si coordina con presidi ulteriori che ne limitano la dimensione puramente contrattuale.[07]

Si delinea così un primo tratto di continuità: le regole classiche dell'OPA continuano ad applicarsi e a svolgere la loro funzione di garanzia del mercato. Al tempo stesso, però, esse vengono inserite in un quadro più ampio, nel quale l'interesse alla trasparenza e alla parità di trattamento deve conciliarsi con l'esigenza di assicurare stabilità istituzionale e tutela del risparmio.[08]

A tale quadro di continuità si affianca, peraltro, un dato di assoluta attualità normativa. Il d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, emanato in attuazione della delega di cui alla l. 21/2024, ha da ultimo riformato in modo organico la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto recata dal TUF. Come è stato osservato, il legislatore delegato ha operato nella consapevolezza che l'impianto previgente funzionasse nel complesso adeguatamente, sicché

05 La disciplina degli artt. 102 ss. TUF trova attuazione in Italia per effetto del d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229. Sul punto v. F. Mucciarelli, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Il testo unico del nuovo diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Torino, 2014, 1 ss.

06 Per un'analisi dell'OPA obbligatoria e del suo fondamento nel diritto italiano ed europeo v. L. Enriques, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2002, 11 ss.; G. Guizzi, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 251 ss.

07 Sul trasferimento del controllo nelle banche come processo multilivello, v. il Report annuale del Meccanismo di Vigilanza Unico e le Linee guida BCE sull'autorizzazione all'acquisizione di partecipazioni qualificate, nell'ambito delle quali assume rilievo centrale la valutazione congiunta di onorabilità, solidità finanziaria e sostenibilità del progetto industriale.

08 Sull'efficienza delle transazioni economiche regolate e sulla necessità di non minare i principi cardinali della disciplina, v. A. Sacco Ginevri, *Problemi aperti e dati empirici in materia di o.p.a.*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, Atti del convegno internazionale di studi, Milano, 2024, 578 ss.

l'intervento non si è tradotto in una rottura di sistema, bensì in un riordino e aggiornamento della materia, volto a contenere i fenomeni di gold plating rispetto alla Direttiva 2004/25/CE e a modernizzare alcuni istituti chiave, fra cui il passaggio a una soglia unica del 30% per l'OPA obbligatoria, la trasformazione delle presunzioni di concerto da assolute a relative e l'introduzione, all'art. 112-bis TUF, dell'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci quale schema di trasferimento del controllo alternativo all'offerta pubblica. Anche sul terreno della disciplina dell'OPA si conferma, dunque, quella cifra di continuità nell'innovazione che caratterizza, più in generale, il trasferimento del controllo nelle società quotate, e a fortiori in quelle bancarie.[09]

3. La Direttiva OPA nel contesto europeo: armonizzazione incompiuta e competizione regolatoria

Occorre a questo punto inserire la disciplina italiana delle OPA bancarie nel più ampio contesto del diritto europeo, nel quale la Direttiva 2004/25/CE rappresenta il punto di riferimento fondamentale. Tale atto normativo, pur concepito con finalità di armonizzazione, ha prodotto effetti limitati sotto questo profilo, rivelando una tensione strutturale tra l'obiettivo dell'integrazione del mercato del controllo societario e la persistente diversità degli ordinamenti nazionali.[10]

La Direttiva si fonda, infatti, su un approccio di armonizzazione minima (art. 3, par. 2), che consente agli Stati membri non solo di adottare regole più rigorose, ma anche di discostarsene in senso meno restrittivo, purché nel rispetto dei principi generali. Proprio tali deroghe e le divergenze interpretative relative anche alle disposizioni pur armonizzate incidono in modo determinante sulla frammentazione della disciplina, più ancora delle opzioni esplicite concesse agli Stati membri in materia di *passivity rule*, *break-through rule* e reciprocità.[11]

Uno degli aspetti più evidenti del disallineamento tra gli ordinamenti europei concerne la definizione del concetto di «controllo», in particolare la diversa individuazione delle soglie rilevanti per attivare l'obbligo di OPA. Le soglie considerate rilevanti variano sensibilmente tra il 25% e il 50% dei diritti di voto, con ulteriori variazioni statutarie consentite in taluni ordinamenti per le PMI. Nei Paesi in cui è previsto il voto maggiorato, il superamento della soglia rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria a seguito della moltipli-

09 Sulla riforma recata dal d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, v. A. Sacco Ginevri, *La nuova disciplina dell'o.p.a. fra impresa e mercato*, relazione al Convegno «Riforma del TUF e nuove frontiere del diritto dell'economia», Università degli Studi di Napoli «Parthenope», 9-10 aprile 2026, spec. § 2-3.

10 Sulla Direttiva 2004/25/CE in materia di OPA, cfr. C. Mosca – M. Siri, *L'OPA obbligatoria nel diritto europeo: armonie e disarmonie*, in *Princìpi di riforma del Testo Unico della Finanza*, Atti del Convegno di studi, Roma, 10-11 aprile 2025, a cura di A. Sacco Ginevri, Milano, 2025, 126 ss.

11 Per un'analisi dell'armonizzazione incompiuta della Direttiva opa, v. C. Mosca – M. Siri, *L'OPA obbligatoria nel diritto europeo*, cit., 126-127: la Direttiva si fonda su un approccio di armonizzazione minima (art. 3, par. 2), consentendo agli Stati membri di adottare regole più rigorose o di discostarsene in senso meno restrittivo.

cazione dei diritti di voto non determina ovunque il medesimo effetto.[12]

Non è privo di significato, in questa prospettiva, che la recentissima riforma italiana abbia scelto di superare il previgente sistema a soglie plurime dell'OPA obbligatoria in favore di una soglia unica, fissata al 30%, in un'ottica di semplificazione e di sostanziale allineamento con l'approccio adottato dalla maggioranza degli altri Stati membri: a conferma di come le istanze di maggiore armonizzazione, pur non trovando sede nella Direttiva, tendano comunque a manifestarsi nelle scelte dei singoli legislatori nazionali.[13]

Sotto il profilo della competizione regolatoria, la vicenda *EssilorLuxottica* ha mostrato con chiarezza come le divergenze tra ordinamenti nazionali possano dar luogo a fenomeni di arbitraggio normativo. L'operazione, strutturata attraverso un conferimento in natura approvato dall'assemblea di Essilor ai sensi del diritto francese, ha consentito di trasferire il controllo su Luxottica senza attivare l'obbligo di OPA nei confronti degli azionisti di Luxottica stessa, che pure soggiacevano alla disciplina italiana. Una medesima operazione, se strutturata con la sede legale nel Paese 2 (privo dell'esenzione da conferimento), avrebbe invece generato due obblighi di offerta distinti, con costi significativamente maggiori.[14]

Da questa prospettiva emerge con chiarezza un profilo di particolare rilevanza per la disciplina delle OPA bancarie: nel settore creditizio, i fenomeni di arbitraggio normativo si intrecciano con le esigenze di vigilanza prudenziale europea, creando un contesto nel quale la frammentazione regolatoria non è soltanto una questione di efficienza del mercato del controllo, ma rischia di incidere sulla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. In questa sede si può solo rimarcare come le spinte verso una maggiore armonizzazione dell'OPA obbligatoria a livello europeo si incontrino — e talvolta si scontrino — con l'emergere di ulteriori strumenti pubblicistici di intervento, quali i poteri speciali degli Stati, di cui si dirà nel paragrafo che segue.

Il quadro appena descritto acquista ulteriore profondità se si considera

che la frammentazione della disciplina delle OPA bancarie non è separabile dall'incompiutezza dell'Unione Bancaria. La vigilanza microprudenziale in seno alla BCE rappresenta il solo pilastro effettivamente completato: la vigilanza macroprudenziale, il quadro di gestione delle crisi e i sistemi di garanzia dei depositi restano caratterizzati da una combinazione complessa di competenze europee e nazionali, alimentando

12 Cfr. C. Mosca – M. Siri, *L'OPA obbligatoria nel diritto europeo*, cit., 133-134, che evidenziano come la diversa individuazione delle soglie rilevanti per attivare l'obbligo di OPA rappresenti uno degli aspetti più significativi del disallineamento tra gli ordinamenti europei.

13 Cfr. A. Sacco Ginevri, *La nuova disciplina dell'o.p.a.*, cit., § 3.

14 Sul rapporto tra OPA e meccanismo di controllo degli investimenti esteri diretti, v. C. Mosca – M. Siri, *L'OPA obbligatoria nel diritto europeo*, cit., 154, dove si evidenzia che l'emergere di ulteriori strumenti pubblicistici di intervento sulle operazioni di acquisizione potrebbe attenuare la pressione per un utilizzo strategico delle regole in materia di OPA.

fenomeni di gold-plating e frammentazione regolatoria. Manca in particolare il terzo pilastro dell'Unione, vale a dire la garanzia europea unica dei depositi (EDIS), la cui assenza mantiene vivo il legame banche-Stati e scoraggia l'operatività transfrontaliera. A questi profili si aggiunge il ring-fencing di capitale e liquidità: oltre 225 miliardi di euro di capitale e 250 miliardi di liquidità risultano bloccati nelle controllate dei gruppi bancari transfrontalieri per l'impossibilità di applicare deroghe infragruppo, impedendo un'allocazione flessibile delle risorse nei periodi di stress. Sul piano procedurale, le operazioni di M&A bancarie nell'Unione richiedono in media 285 giorni tra annuncio e completamento, contro i 219 giorni negli USA e i 132 giorni nel settore tecnologico: tempistiche che accrescono il rischio di esecuzione, alimentano l'incertezza e scoraggiano ulteriormente i consolidamenti transfrontalieri.[15]

4. Il golden power come filtro pre-OPA: dalla contendibilità pura alla contendibilità condizionata

Un tassello decisivo della complessità del trasferimento del controllo nelle OPA bancarie è oggi rappresentato dalla disciplina dei poteri speciali dello Stato. Il *golden power* si colloca come un filtro ulteriore, logicamente anteriore o comunque parallelo rispetto al perfezionamento dell'operazione, e contribuisce ad accentuare il carattere multilivello del trasferimento del controllo, introducendo una dimensione ulteriore rispetto a quella strettamente societaria e prudenziale.[16]

Introdotto con il d.l. n. 21 del 2012 come strumento eccezionale di protezione degli asset strategici — in sostituzione della previgente disciplina della *golden share* di cui al D.L. 31 maggio 1994, n. 332 — il *golden power* ha conosciuto nel tempo una progressiva espansione tanto sotto il profilo oggettivo quanto sotto quello funzionale. L'ambito dei settori rilevanti si è esteso oltre i tradizionali comparti della difesa e della sicurezza nazionale, fino a investire con crescente intensità anche le infrastrutture finanziarie e il settore creditizio.[17]

La costruzione del *golden power* italiano, più che la semplice evoluzione tecnica della *golden share* del 1994, è il risultato di un processo di ridefinizione del ruolo dello Stato che, abbandonata la veste di azionista, assume quella di vigilante pubblico della sicurezza nazionale. Il passaggio dalla vecchia disciplina al sistema del 2012 ha risposto alle esigenze di certezza, prevedibilità e tipizzazione dei presupposti: il *golden power* non

15 S. Firpo, *Concentrazioni bancarie transfrontaliere: una via stretta tra quadro regolatorio e convenienze economiche*, Intervento alla XVII Treviso Antitrust Conference, Assonime, Interventi 5/2026.

16 Sul Reg. (UE) 2019/452, cfr. G. Napolitano, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca della sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Riv. regolazione mercati*, 2019, p. 2 ss.; A. Sacco Ginevri, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, p. 151 ss.

17 Per un'ampia rassegna dei temi della golden share, cfr. S.M. Carbone, *Golden share e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale*, in *Dir. comm. int.*, 2009, p. 503 ss.; A. Comino, voce «Golden power», in *Enc. Giur. Treccani*, 1998, p. 1 ss.

attribuisce al Governo libertà di fini, ma un potere amministrativo esercitabile entro limiti stringenti, su istruttoria completa e con motivazione coerente.[18]

Con la legge 4 dicembre 2017, n. 172, il legislatore ha ampliato il perimetro del *golden power*, includendo fra gli interessi essenziali dello Stato anche le infrastrutture finanziarie. Tale estensione ha consentito al Governo di opporsi a operazioni societarie relative a imprese titolari di asset strategici ogniqualvolta esse possano costituire una minaccia significativa per la sicurezza o la continuità delle reti e degli impianti essenziali. La successiva fase emergenziale legata alla pandemia da Covid-19 ha ulteriormente ampliato il perimetro, estendendolo temporaneamente a tutti i settori indicati dall'art. 4, par. 1, del Regolamento UE 2019/452, inclusi i comparti finanziario, creditizio e assicurativo.[19]

Le recenti modifiche introdotte dal decreto-legge n. 175 del 2025 si inseriscono in questa traiettoria evolutiva. Da un lato, viene rafforzata la natura «residuale» del *golden power*, il cui esercizio è subordinato alla presenza di situazioni eccezionali non adeguatamente presidiate dalla regolazione settoriale, inclusa quella europea. Dall'altro, si introduce un meccanismo di coordinamento temporale che posticipa l'intervento statale rispetto alle decisioni della BCE e della Commissione europea, imponendo al Governo un onere motivazionale più stringente.[20]

Laddove la contendibilità del controllo societario era tradizionalmente intesa come espressione di una dinamica concorrenziale governata da regole di mercato, l'intervento dei poteri speciali introduce una **contendibilità condizionata**, nella quale l'interesse pubblico alla sicurezza economica e alla stabilità si inserisce già nella fase genetica dell'operazione. Il *golden power* si affianca, senza sovrapporsi, ai controlli prudenziali previsti dal TUB e alla vigilanza europea, creando un sistema di *poliscrutinio amministrativo*, nel quale coesistono valutazioni economico-finanziarie e valutazioni politico-strategiche, potenzialmente anche non convergenti.

18 Per un'ampia disamina cfr. S. Valaguzza, *Il golden power nella prospettiva del diritto amministrativo: osservazioni sullo strumento e sulle sue dinamiche*, in *Diritto dell'economia*, 2024, p. 293 ss.; G. della Cananea – L. Fiorentino (a cura di), *I «poteri speciali» del Governo nei settori strategici*, Napoli, 2021, passim.

19 Su questi temi v. F. Annunziata, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti stranieri*, in G. Napolitano (a cura di), *Foreign Direct Investments Screening*, Bologna, 2020, p. 105 ss.; S. Alvaro – M. Lamandini – A. Police – I. Tarola, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica*, Quaderno Giuridico Consob, 2019.

20 La proposta della Commissione europea del 24 gennaio 2024 mira a sostituire il Reg. (UE) 2019/452 con un quadro più centralizzato, estendendo il controllo anche alle acquisizioni intra-UE riconducibili, in ultima istanza, a interessi esterni all'Unione. Cfr. Assonime, *Proposta di nuovo Regolamento UE sul controllo degli investimenti esteri diretti. Prima analisi degli impatti sulla disciplina nazionale e sulle imprese*. Position Paper 1/2024.

5. Il caso UniCredit–Banco BPM: un banco di prova dell'architettura multilivello

La vicenda relativa all'offerta pubblica di scambio promossa da UniCredit S.p.A. su Banco BPM S.p.A. ha assunto rilievo nazionale e internazionale, rappresentando un banco di prova significativo dell'architettura multilivello che caratterizza oggi il trasferimento del controllo nel settore bancario. L'operazione, inaugurando un precedente di grande peso nell'applicazione del *golden power*, ha messo in luce tensioni di sistema che trascendono il caso specifico.[21]

Il 18 aprile 2025 il Consiglio dei ministri ha emanato un DPCM con cui, in relazione all'OPS volontaria avente a oggetto la totalità delle azioni Banco BPM, ha esercitato i poteri speciali previsti dal d.l. 21/2012, imponendo a UniCredit una serie di prescrizioni vincolanti. A seguito dell'adozione del decreto, UniCredit ha annunciato l'intenzione di impugnare il provvedimento ritenendolo incompatibile con il diritto nazionale ed europeo.

Il TAR Lazio ha accolto parzialmente il ricorso, censurando in particolare le prescrizioni relative al rapporto impieghi/depositi e al *project finance*. Si tratta della prima decisione giurisprudenziale che annulla, almeno in parte, un esercizio del *golden power*, fissando principi destinati a incidere in modo duraturo sull'operatività dello strumento.[22]

Il giudice amministrativo ha affermato comunque che la «sicurezza economica» rientra nel perimetro della più ampia nozione di sicurezza pubblica e nazionale. Ha tuttavia evidenziato che, in assenza di criteri chiari e predeterminati, l'esercizio dei poteri speciali rischia di tradursi in un intervento surrettizio di regolazione del mercato, potenzialmente incompatibile con le libertà fondamentali garantite dall'ordinamento europeo. La sentenza ribadisce che la finalità ultima del *golden power* è la protezione degli interessi nazionali strategici, ma che, quando tali profili risultano già coperti da competenze attribuite alle autorità indipendenti, l'utilizzo del *golden power* come clausola di salvaguardia generale diventa inammissibile.

Nel medesimo filone si inserisce, con particolare rilievo, una recentissima pronuncia del Consiglio di Stato, il quale, pur riconoscendo l'alto valore politico del golden power, ha ribadito che presupposto del suo esercizio rimane pur sempre un mutamento della governance societaria dell'impresa strategica, in assenza del quale i poteri speciali si tramuterebbero in uno strumento di politica industriale estraneo alle finalità della disciplina. Il giudice amministrativo ha in tal modo confermato la necessità di un regime

21 Le condizioni imposte dal DPCM 18 aprile 2025 prevedevano, tra l'altro: (1) il mantenimento, per cinque anni, del rapporto prestiti/depositi ai livelli vigenti; (2) la conservazione del portafoglio project finance in Italia; (3) l'obbligo per Anima Holding di non ridurre gli investimenti in titoli di emittenti italiani per almeno cinque anni; (5) la cessazione, entro nove mesi, di tutte le attività bancarie in Russia.

22 Il TAR Lazio ha accolto parzialmente il ricorso di UniCredit, censurando in particolare le prescrizioni relative al rapporto impieghi/depositi e al project finance. Si tratta della prima decisione giurisprudenziale che annulla, almeno in parte, un esercizio del golden power nel settore finanziario.

di stretta interpretazione delle prerogative in esame, fondato su una predeterminazione rigorosa dei relativi presupposti oggettivi, quale unica lettura compatibile con il diritto europeo e con l'art. 41 Cost.[23]

Sul piano europeo, i servizi della Commissione, all'interno della divisione DG FISMA, hanno avviato un dialogo amministrativo (cd. *EU Pilot*) con le autorità italiane, rilevando che le prescrizioni del DPCM interferiscono con la competenza esclusiva della BCE ai sensi dell'art. 127, par. 6, TFUE e del Regolamento n. 1024/2013 (SSMR).[24]

Il 21 novembre 2025 la Commissione ha infine formalizzato l'avvio di una procedura di infrazione. Tale circostanza dimostra come l'architettura multilivello — Governo, autorità indipendenti, giudice amministrativo, Commissione europea, BCE — sia in grado di reagire, correggere e ristabilire gli equilibri necessari, preservando la natura eccezionale del *golden power* e impedendo che esso degeneri in un interventismo strutturale o protezionistico.[25]

A tale capacità di autocorrezione del sistema multilivello ha fatto seguito, del resto, un concreto intervento legislativo: con la legge di conversione 15 gennaio 2026, n. 4, del medesimo d.l. 175/2025, è stato introdotto un art. 2-bis nel d.l. 21/2012, volto ad adeguare l'ordinamento interno ai rilievi mossi dalla Commissione europea. La novella prevede, in particolare, che nel settore finanziario, creditizio e assicurativo i poteri speciali non possano essere esercitati anteriormente al completamento dei procedimenti pendenti dinanzi alle autorità europee competenti a valutare gli aspetti prudenziali e concorrenziali, con conseguente sospensione del termine per la notifica alla Presidenza del Consiglio; è stato altresì precisato che, ai fini dell'esercizio del golden power, rilevano anche i pericoli per l'ordine pubblico o la sicurezza pubblica, ivi inclusa la sicurezza economica e finanziaria nazionale, nella misura in cui la protezione degli interessi essenziali dello Stato non sia già adeguatamente garantita da una specifica regolamentazione di settore.[26]

---

23 Cons. Stato, Sez. IV, 5 dicembre 2025, n. 9619, su cui v. A. Sacco Ginevri, *Esercizio del golden power e dinamiche del mercato finanziario*, in *Riv. società*, 2025, spec. 959, nt. 46-47.

24 La Commissione europea ha avviato, ad inizio aprile 2025, un dialogo amministrativo (cd. EU Pilot) con le autorità italiane, rilevando che le prescrizioni del DPCM interferiscano con le libertà fondamentali del mercato unico e con le competenze esclusive della BCE, come riconosciuto anche dall'art. 127, par. 6, TFUE e dall'art. 4 del Regolamento n. 1024/2013 (SSMR).

25 Il 21 novembre 2025 la Commissione ha formalizzato l'avvio della procedura di infrazione all'Italia, dichiarando che la normativa sul golden power, «per come applicata dalle autorità italiane, rischia di consentire interventi ingiustificati per motivi economici, compromettendo i principi della libertà di stabilimento e della libertà di circolazione dei capitali nel mercato unico. Inoltre, la normativa italiana si sovrappone alle competenze esclusive della Banca Centrale Europea nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico».

26 Sulla novella v. A. Sacco Ginevri, *Esercizio del golden power*, cit., 959, che ne sottolinea la natura di correttivo solo parziale del possibile disallineamento fra atteggiamento delle autorità di vigilanza settoriali e autorità politica in merito al grado di pericolosità, per gli interessi protetti, di una medesima operazione.

6. Protezione degli asset strategici, libertà di movimento dei capitali e vigilanza prudenziale europea

Nel settore bancario, la disciplina del *golden power* si colloca all'incrocio tra protezione degli asset strategici, libertà di movimento dei capitali e regolazione prudenziale europea. Il considerando 37 del Reg. (UE) 2019/452 chiarisce espressamente che il regolamento non interferisce con le norme europee relative alla valutazione prudenziale delle acquisizioni qualificate, che costituisce una procedura autonoma e distinta.[27]

La competenza prudenziale — anche nei confronti degli enti creditizi meno significativi — spetta in via esclusiva alla BCE, che esercita tali funzioni con il supporto delle autorità nazionali competenti secondo il modello decentrato previsto dal Regolamento n. 1024/2013. L'art. 4, par. 1, dell'SSMR attribuisce alla BCE, oltre la competenza al rilascio e revoca dell'autorizzazione alle banche significative, anche il compito di valutare le notifiche di acquisizione e cessione di partecipazioni qualificate.

La giurisprudenza europea ha chiarito che le misure nazionali restrittive delle libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali ai sensi degli artt. 49 e 63 TFUE sono consentite soltanto se si basano su obiettivi legittimi e sono appropriate e necessarie per conseguire fini di ordine pubblico e pubblica sicurezza, mentre non rientrano fra le cause di giustificazione ammissibili i motivi di natura puramente economica, connessi alla promozione o al buon funzionamento dell'economia nazionale.[28]

Ne discende che il *golden power*, nel settore bancario, deve restare l'eccezione. La presenza di un sistema di vigilanza unico a livello europeo riduce lo spazio per l'uso dei poteri speciali, confinandolo a ipotesi eccezionali e chiaramente legate alla sicurezza nazionale, non a considerazioni di natura economica o di politica industriale non dichiarata. Permane il rischio che la clausola della sicurezza nazionale sia interpretata in modo eccessivamente ampio, trasformando il *golden power* in uno strumento protezionistico e imprevedibile, con il duplice effetto di ostacolare l'attrazione di investimenti esteri e di comprimere la libertà di impresa e di stabilimento.

Un profilo complementare, strettamente connesso alla disciplina del golden power nel contesto bancario, è offerto dalla recente evoluzione del merger control europeo. La bozza di linee guida della Commissione sulle concentrazioni introduca, per la prima volta, orientamenti sull'interpretazione dell'art. 21, par. 4, del Regolamento europeo sulle concentrazioni, rafforzando il principio del one-stop-shop e riducendo lo spazio per interventi nazionali non giustificati. In particolare, le linee guida chiariscono che il concetto di sicurezza pubblica va interpretato restrittivamente: la sua tutela può essere

27 C. Giust. UE, C-450/17 P, 8 maggio 2019, *Landeskreditbank Baden Württemberg – Förderbank c. Banca Centrale Europea*. La Corte ha affermato che la competenza prudenziale spetta in via esclusiva alla BCE anche nei confronti degli enti creditizi meno significativi.

28 C. Giust. UE, C-106/22, 13 luglio 2023, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*. Sul punto v. A. SANDULLI, *Corte di giustizia dell'Unione Europea, libertà di stabilimento, limiti al golden power*, in *Riv. regolazione mercati*, 2023, p. 355 ss.

invocata solo in presenza di una minaccia reale e sufficientemente grave a un interesse fondamentale della società, non per perseguire finalità meramente economiche. Significativamente, le linee guida affermano che gli Stati membri non costituiscono, prima facie, una minaccia per la sicurezza pubblica di un altro Stato membro, ponendo un onere probatorio rilevante su chi sostenga il contrario in sede di notifica. Sul versante prudenziale, le linee guida sottolineano che la progressiva armonizzazione del quadro normativo europeo ha ridotto significativamente lo spazio per interventi autonomi degli Stati fondati su ragioni prudenziali, in quanto le misure imposte o raccomandate dalle autorità europee nel medesimo procedimento si presumono già compatibili con i principi generali del diritto UE. Ne deriva che il golden power non può essere utilizzato per reintrodurre surrettiziamente barriere nazionali all'interno del mercato unico, e che la legittimità del suo esercizio nel settore bancario dipende in misura crescente dalla capacità di dimostrare l'insufficienza dei presidi prudenziali europei.[29]

7. La lista del consiglio come meccanismo post-OPA: continuità governata.

Se il *golden power* rappresenta il momento pre-OPA della complessità, la lista del consiglio di amministrazione ne rappresenta uno snodo altrettanto rilevante sul versante post-OPA. Qui la questione non riguarda più tanto la possibilità di acquisire il controllo, quanto piuttosto le modalità attraverso cui quel controllo si traduce in governo effettivo dell'impresa bancaria.[30]

La disciplina della lista del CdA, progressivamente affermatasi nella prassi e oggi oggetto di positivizzazione normativa, consente al consiglio uscente di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell'organo amministrativo. Si tratta di una innovazione di grande rilievo sistematico, poiché introduce una forma di mediazione tra assetto proprietario e assetto organizzativo: anche quando il controllo si sposta, o si prepara a spostarsi, la composizione del board non è più affidata esclusivamente all'iniziativa dei soci, ma può essere in parte influenzata dall'organo uscente, secondo una logica di continuità e stabilizzazione.[31]

Nel contesto bancario, tale meccanismo assume un significato particolarmente intenso. La banca, più di altre società quotate, richiede una governance improntata a com-

29 S. Firpo, *Concentrazioni bancarie transfrontaliere*, cit.

30 Sul ruolo del board nelle operazioni di OPA, v. G. Strampelli – A. Zoppini, *OPA volontaria e accordi preventivi tra l'offerente e i soci rilevanti dell'emittente*, in *Banca borsa*, 2022, 356 ss.; M. Ventoruzzo, *OPA e informazioni privilegiate*, in *Riv. soc.*, 2022, 943 ss.

31 Sulla nuova disciplina della lista del consiglio di amministrazione, introdotta dall'art. 12 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. «legge Capitali») e codificata nell'art. 147-ter.1 TUF, v., tra gli altri, G. Presti, *Elezione degli amministratori e lista del CdA: peggio il rammendo del buco*, in *Riv. soc.*, 2023, 1078 ss.; M. Stella Richter jr., *Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: prime riflessioni*, in *Riv. soc.*, 2024, 113 ss.; M. Ventoruzzo, *Sub art. 12*, in *Commentario alla legge capitali*, a cura di P. Marchetti e M. Ventoruzzo, Pisa, 2024, 84 ss.; I. Mecatti, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *RDS*, 2024, 565 ss.; M. Perrino, *La lista del CdA*, in *Le Società*, 2024, 857 ss.; M. Sagliocca, *La lista del consiglio «uscente»: prime riflessioni sulle novità della c.d. legge capitali*, in *Riv. not.*, 2024, 715 ss.

petenza, equilibrio, indipendenza e affidabilità. La lista del CdA si presenta come uno strumento idoneo ad attenuare la discontinuità tipica del trasferimento del controllo, introducendo una forma di **continuità governata** che limita la piena e immediata sostituibilità degli assetti di vertice.

La recente disciplina positiva — come emerge chiaramente anche dall'analisi delle prime applicazioni nei casi MPS e Banco BPM, le cui assemblee si sono svolte il 15 e 16 aprile 2026 — non si limita a legittimare l'iniziativa del consiglio uscente, ma ne sottopone l'esercizio a una serie di vincoli e correttivi che ne riducono la portata «egemonica». La previsione di quorum rafforzati, di una base statutaria e del meccanismo della seconda votazione individuale sui candidati introduce una forma di controllo assembleare penetrante, che può incidere sulla stessa coesione della lista e sulla stabilità del futuro board.[32][33]

La sostituzione del board non si realizza più, dunque, come effetto automatico e istantaneo del successo dell'operazione, ma viene mediata da un meccanismo che valorizza la stabilità organizzativa e introduce nuove sedi di decisione. Si determina così una tensione tra logica proprietaria e logica organizzativa, che costituisce uno degli aspetti più significativi della trasformazione contemporanea del diritto societario bancario.

La prima verifica empirica della nuova disciplina conferma e, al tempo stesso, complica tale ricostruzione. Il dato di assoluta novità è rappresentato dall'esito registrato nel caso MPS, ove la lista del consiglio è risultata per la prima volta soccombente nel confronto con una lista alternativa presentata da altro socio, caratterizzata da una struttura ampia e completa e idonea a esprimere una autonoma proposta di governo dell'impresa. La circostanza appare tanto più significativa ove si consideri che tale esito si è verificato nonostante le raccomandazioni favorevoli espresse dai principali *proxy advisors*: indicazioni che, pur convergenti, non si sono rivelate determinanti, mostrando come, in presenza di una lista alternativa strutturata e competitiva, gli azionisti

32 Cfr. C. Mosca – M. Siri, *L'OPA obbligatoria nel diritto europeo*, cit., 153-154, sull'opportunità di un ammodernamento dell'impianto della passivity rule e sulla necesità di calibrare la disciplina sulle esigenze delle diverse categorie di emittenti, incluse quelle strategiche.

33 Per la prima verifica empirica della nuova disciplina della lista del consiglio, con riferimento alle assemblee MPS e Banco BPM del 15 e 16 aprile 2026, v. M. Irrera, *La lista del consiglio alla prima verifica empirica (MPS e Banco BPM). Tra sconfitte, conferme e disarticolazioni*, in *Diritto Bancario.it*, 22 aprile 2026; Id., *Lista del consiglio e governo dell'impresa: i casi Banco BPM e MPS*, ivi, 1° aprile 2026; Id., *Banco BPM e MPS: lista del consiglio e ruolo dei proxy advisors*, ivi, 13 aprile 2026.

possano orientarsi secondo logiche autonome.[34][35]

L'esito MPS, peraltro, non può essere letto esclusivamente in termini di confronto tra liste, ma deve essere ricondotto all'orientamento assunto da due soci — tra cui il socio più rilevante in termini di partecipazione al voto — la cui scelta ha inciso in modo determinante sulla formazione della maggioranza assembleare. Si tratta di un profilo che evidenzia come il funzionamento del sistema sia strettamente connesso non solo alla struttura delle liste, ma anche al comportamento dei principali attori dell'azionariato; e che conferma, sul piano empirico, come la contendibilità del governo bancario resti, in ultima analisi, esposta alle dinamiche concrete del confronto proprietario.

Un secondo elemento di novità si riscontra nel caso Banco BPM, nel quale la lista del consiglio, risultata la più votata, è stata per la prima volta sottoposta alla seconda votazione individuale sui candidati prevista dalla nuova disciplina. L'attivazione di tale meccanismo ha prodotto un effetto di parziale disarticolazione della proposta originaria del consiglio: senza alterarne radicalmente l'impianto complessivo, il voto sui singoli candidati ha determinato l'esclusione del solo nominativo indicato come vicepresidente, confermando come il nuovo strumento sia idoneo a incidere, almeno in parte, sulla struttura interna della lista vincente.[36][37]

La diversa configurazione degli esiti — sintetizzata negli schemi 8-6-1 per MPS e 10-4-1 per Banco BPM — riflette anche il peso delle regole statutarie e della concreta ampiezza delle liste. Là dove lo statuto non prevede un premio di maggioranza consistente, come nel caso MPS, la lista seconda classificata conserva una presenza significativa e strut-

34 Nel caso MPS l'assemblea ha registrato una partecipazione pari al 64,92% del capitale sociale: la lista del socio è risultata vincente con il 49,955% dei voti espressi (32,43% del capitale), contro il 38,79% della lista del consiglio (25,18% del capitale) e il 6,94% della lista dei fondi. Sul punto v. M. Irrera, *La lista del consiglio alla prima verifica empirica*, cit. L'Autore evidenzia come l'esito sia stato determinato dal voto concentrato di due soci — un socio industriale titolare di circa il 17,5% e una banca con circa il 3,7% del capitale — sì che, al netto di tale apporto, la lista del consiglio avrebbe prevalso.

35 Sul ruolo dei proxy advisors nei due casi e sulla circostanza che le loro raccomandazioni, pur convergenti, non si siano rivelate determinanti in presenza di una lista alternativa strutturata e competitiva, v. M. Irrera, *Banco BPM e MPS: lista del consiglio e ruolo dei proxy advisors*, cit. L'Autore segnala altresì come i criteri valutativi degli intermediari tendano a privilegiare il profilo dell'indipendenza, ponendo talora in secondo piano competenza, esperienza e conoscenza dell'impresa.

36 Nel caso Banco BPM l'assemblea ha registrato una partecipazione pari al 74,45% del capitale sociale: la lista del consiglio ha conseguito il 58,87% dei voti espressi (43,82% del capitale), la lista del socio il 30,9% (23,01% del capitale) e la lista dei fondi circa l'8%. La distribuzione finale dei seggi si è articolata secondo lo schema 10-4-1, a fronte dello schema 8-6-1 osservato in MPS. Cfr. M. Irrera, *La lista del consiglio alla prima verifica empirica*, cit.

37 Il caso Banco BPM ha visto la prima applicazione della seconda votazione individuale sui candidati, alla quale partecipano tutti i soci che abbiano votato sulle liste, e non solo quelli che avevano sostenuto la lista del consiglio. L'esito ha prodotto una disarticolazione limitata, con l'esclusione del solo candidato indicato come vicepresidente. Sul fondamento regolamentare di tale soluzione e sull'interpretazione del Consiglio di Stato, nonché sui profili sistematici potenzialmente distonici, v. M. Irrera, *La lista del consiglio alla prima verifica empirica*, cit.

turale, dando luogo a un consiglio articolato in più poli e privo di una maggioranza dominante; là dove, invece, la lista prima classificata beneficia di un meccanismo che le assicura comunque una maggioranza ampia e in parte predeterminata, come in Banco BPM, essa consegue una posizione nettamente dominante. In entrambi i casi, tuttavia, si conferma la riduzione del ruolo delle liste cosiddette corte o istituzionali, limitate a un solo componente.[38]

La configurazione della seconda votazione solleva, peraltro, un profilo sistematico di non secondario rilievo, potenzialmente distonico rispetto alla logica complessiva del sistema: ad essa partecipano tutti i soci che abbiano votato sulle liste, e non soltanto quelli che avevano sostenuto la lista del consiglio. Ne deriva che soggetti i quali abbiano espresso una preferenza per liste alternative possono incidere direttamente sulla selezione dei candidati della lista risultata vincente, con una tensione tra la logica di selezione della lista e quella di selezione dei candidati che, pur fondata su un'interpretazione coerente con il quadro regolamentare, merita di essere attentamente valutata alla luce delle prime applicazioni.[39]

Il caso MPS offre, da questo punto di vista, un banco di prova particolarmente significativo. Il ricorso alla lista del consiglio, nel nuovo quadro normativo, conferma che il rinnovo dell'organo amministrativo di una banca quotata non può più essere considerato un momento successivo e neutrale rispetto alla vicenda proprietaria. Esso diviene, piuttosto, parte integrante del governo del trasferimento del controllo, come dimostra emblematicamente la vicenda della nomina del presidente, rimessa — a seguito della rinuncia del candidato indicato dalla lista del consiglio — alla dinamica interna dell'organo, in un assetto privo di maggioranza dominante.[40]

38 Sul fenomeno, segnalato dalla dottrina, delle «maggioranze che diventano minoranze» — che si verifica quando la lista «corta» degli investitori professionali raccolga la maggioranza dei voti, rendendo necessario individuare modalità di riparto tale da consentire che dalla lista «lunga» giunta seconda venga tratta la maggioranza degli amministratori — v., per tutti, M. Irrera, *Lista del consiglio e governo dell'impresa: i casi Banco BPM e MPS*, cit.; nonché I. Mecatti, *La lista del consiglio di amministrazione*, cit. Il profilo della capienza delle liste incide direttamente sulla capacità di tradurre il consenso elettorale in seggi.

39 Il fondamento della soluzione è stato chiarito dal parere del Consiglio di Stato n. 751/2025 del 24 luglio 2025 e recepito dalla Consob con delibera n. 23725 del 29 ottobre 2025, che ha modificato il Regolamento Emittenti. Secondo il Consiglio di Stato, il testo dell'art. 147-ter.1 TUF è inequivoco nel riferire la legittimazione alla seconda votazione all'organo assembleare nel suo complesso, esclusi i soli soci privi di diritto di voto, escludendo altresì che la sola partecipazione a tale votazione configuri un collegamento tra liste in capo ai soci che non avevano votato la lista del consiglio.

40 Per la distinzione tra «società chiusa» e «società aperta» nel contesto delle operazioni di acquisizione, v. A. Sacco Ginevri, *Problemi aperti*, cit., 581, che richiama la progressiva divaricazione dei rispettivi plessi disciplinari avvenuta negli ultimi vent'anni.

8. Una lettura unitaria: il trasferimento del controllo come processo a più stadi

I diversi elementi fin qui richiamati possono essere letti unitariamente secondo una scansione tripartita.

In una **prima fase**, collocata prima dell'OPA o comunque a monte del suo perfezionamento, opera il *golden power*, che seleziona la compatibilità strategica dell'operazione e filtra gli acquirenti ammissibili in funzione di interessi pubblici di sicurezza economica e stabilità.

In una **seconda fase**, si dispiega la disciplina tipica dell'OPA dettata dal TUF, che assicura trasparenza, parità di trattamento, tutela delle minoranze e corretto funzionamento del mercato del controllo.[41]

In una **terza fase**, successiva o comunque collegata al consolidarsi del nuovo assetto proprietario, intervengono i meccanismi di governance, tra i quali la lista del CdA, che contribuiscono a modellare gli effetti del trasferimento del controllo sul piano dell'organizzazione societaria.

È proprio questa scansione a consentire di cogliere la cifra contemporanea della materia. Il controllo bancario non è più semplicemente trasferito; esso è progressivamente **autorizzato, filtrato, organizzato e stabilizzato**. Il fenomeno non si lascia dunque comprendere secondo uno schema lineare fondato sulla sola logica dell'acquisizione proprietaria, ma richiede una lettura processuale e multilivello.[42]

In una prospettiva di complessità, secondo l'insegnamento di Edgar Morin, il trasferimento del controllo nelle OPA bancarie non può essere ricondotto a un modello unitario, perché in esso coesistono e si intrecciano logiche differenti — di mercato, di vigilanza, di intervento pubblico e di governance — tra loro non riducibili. Lungi dal costituire una deviazione patologica rispetto al paradigma ordinario della contendibilità, tale articolazione esprime la specificità della banca quale impresa di interesse pubblico, la cui vicenda proprietaria non può essere considerata indifferente per l'ordinamento.

In questa chiave di lettura, il confronto con la dimensione europea assume un rilievo ulteriore. Come evidenziato da Mosca e Siri, l'emergere di ulteriori strumenti pubblicistici di intervento sulle operazioni di acquisizione — in particolare le normative sui poteri speciali — potrebbe attenuare la pressione per un utilizzo strategico delle regole in materia di OPA obbligatoria e, nel contempo, ridurre l'incentivo alla competizione re-

41 Sul quadro normativo europeo in materia di OPA obbligatoria e sulle sue origini, cfr. F. Annunziata – M. Ventoruzzo, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto in diritto europeo e internazionale*, diretto da M. Benedettelli – M. Lamandini, Torino, 2016, 431 ss.; L. Enriques, *Offerta pubblica di acquisto*, in *Enc. dir.*, Annali, V, Milano, 2012, 993 ss.

42 Il discussion paper Consob, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*, Discussion Paper Consob n. 9/2021, conferma che le offerte pubbliche di acquisto lanciate in Italia negli ultimi anni hanno avuto prevalentemente come obiettivo il delisting dell'emittente.

golatoria tra ordinamenti. Ciò presuppone, tuttavia, che tali strumenti siano disciplinati con chiarezza e applicati in modo proporzionato e prevedibile.

9. Conclusioni

La ricostruzione del trasferimento del controllo nelle OPA bancarie come processo articolato e multilivello consente di coglierne il significato più profondo, che trascende la dimensione puramente tecnica delle operazioni di mercato. I presidi esaminati — controlli prudenziali, *golden power* e meccanismi di formazione degli organi sociali — non si limitano a regolare l'accesso al controllo, ma ne ridefiniscono la funzione, collocandola all'interno di un quadro più ampio di responsabilità istituzionale.

In questa prospettiva, appare significativo il richiamo al pensiero di Jacques Maritain, per il quale l'ordine economico e politico trova la propria legittimazione nel perseguimento del bene comune. La regolazione del controllo bancario, lungi dall'essere espressione di un mero intervento limitativo del mercato, si configura come strumento volto a garantire che l'esercizio del potere societario sia compatibile con interessi di rilievo collettivo, tra i quali assume posizione centrale la tutela del risparmio.

Il futuro del *golden power* dipenderà dalla capacità di mantenere un equilibrio sottile: rafforzare i presidi contro minacce eccezionali, senza comprimere oltre il necessario le dinamiche di mercato e le libertà economiche garantite dal diritto europeo. Una disciplina chiara, coordinata e pienamente integrata nel quadro dell'Unione rappresenta la condizione indispensabile affinché lo strumento continui a svolgere la sua funzione originaria — presidiare l'interesse nazionale — senza scivolare verso un modello protezionistico incompatibile con la competitività e la stabilità del sistema economico.[43]

L'analisi dei presidi pubblicistici al trasferimento del controllo non può, infine, prescindere dal contesto economico in cui le OPA bancarie si inscrivono. Le banche italiane ed europee, pur realizzando profitti storicamente elevati, li distribuiscano in larga misura agli azionisti con payout ratios frequentemente superiori al 50% e, per le principali banche italiane, prossimi al 90%. Il dato acquista rilievo sistematico se rapportato al differenziale tra il ROTE medio del sistema bancario italiano — intorno al 13-14% per il sistema, con punte tra il 18 e il 22% per i due principali istituti — e il dividend yield (6-7%): le opzioni di crescita interna risultano potenzialmente due o tre volte più remunerative della distribuzione. L'implicazione è che la generosa politica di distribuzione segnala l'assenza, percepita dagli stessi operatori, di opportunità di investimento sufficientemente remunerative, anche attraverso operazioni di M&A. Questa struttura finanziaria, unita all'incompiutezza dell'Unione Bancaria, alimenta una tendenza a consolidamenti difensivi e di corto raggio — prevalentemente nazionali —, finalizzati a rafforzare le quote di mercato sui territori di tradizionale radicamento piuttosto che a costruire veri

43 Sulla doppia soglia e le relative distorsioni, v. A. Sacco Ginevri, *Problemi aperti*, cit., 586-587; C. Mosca, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglia OPA*, in *Nuove leggi civ.*, 2015, 884 ss.

gruppi bancari europei. Il divario di capitalizzazione rispetto ai concorrenti americani — quasi due volte e mezzo — e britannici — oltre il 50% — si traduce in una minore capacità di investimento in trasformazione digitale e intelligenza artificiale, con il rischio che segmenti strategici come i pagamenti, l'asset management e l'investment banking vengano conquistati da operatori extra-UE in grado di sfruttare le economie di scala. La tutela del risparmio, che l'art. 47 Cost. presidia anche nella sua dimensione di rendimento, richiede dunque che i presidi pubblicistici al trasferimento del controllo siano calibrati in modo da non tradursi in un ostacolo strutturale alla costruzione di un sistema bancario europeo effettivamente competitivo.[44]

Il paradigma della complessità consente di cogliere come il trasferimento del controllo nelle banche non rappresenti più un momento di discontinuità netta, ma un processo nel quale continuità e innovazione si combinano, riflettendo l'esigenza di coniugare apertura del mercato e tutela del risparmio. In tale equilibrio si misura, oggi, una delle prove più significative della capacità del diritto dei mercati finanziari di confrontarsi con fenomeni che eccedono ogni schema lineare.[45]

44 S. Firpo, *Concentrazioni bancarie transfrontaliere*, cit.

45 Sulla passivity rule e la sua evoluzione, v. A. Sacco Ginevri, *Problemi aperti*, cit., 588-589; L. Enriques, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2010, 658 ss.

Cooperazione e concerto nella riforma dell'OPA

ANDREA TUCCI
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Bari "Aldo Moro"

SOMMARIO: 1. L'OPA obbligatoria fra certezza delle regole e flessibilità in funzione della ratio di tutela. - 2. Il recepimento della Direttiva OPA: acquisto di concerto e azione di concerto. - 3. Dalla struttura alla funzione dell'acquisto di concerto. - 4. Cooperazione qualificata e concertazione dell'acquisto. - 5. Conclusioni.

1. L'OPA obbligatoria fra certezza delle regole e flessibilità in funzione della ratio di tutela.

Una costante nella disciplina dell'OPA obbligatoria (non soltanto nel nostro ordinamento) è la tensione (che può divenire contrapposizione) fra *certezza/prevedibilità* delle regole (anche al fine di una più agevole prevenzione e repressione di violazioni o elusioni) e *flessibilità*, in funzione dell'effettiva realizzazione degli interessi protetti. Questi ultimi, in estrema sintesi, individuabili nella tutela di chi abbia investito in "titoli", in occasione di un mutamento rilevante per il valore del relativo mercato (consistente, in sostanza, nell'acquisizione del controllo dell'emittente), mediante un canale di disinvestimento alternativo al mercato, a un prezzo equo[01].

La tensione evocata è emersa, in particolare, nello storico "dilemma" fra l'adozione di una soglia fissa (inferiore a quella che attribuisce il controllo di diritto) e il ricorso a una clausola descrittiva della circostanza rilevante (i.e., l'acquisizione del controllo). Nel primo caso, la disciplina dovrebbe risultare di più agevole e, appunto, prevedibile applicazione, pur se al prezzo di una certa rigidità, che potrebbe tradursi in applicazioni "insensate", in eccesso (*i.e.,* obbligo di OPA pur in assenza del verificarsi della circo-

01 Sul punto, sia consentito il rinvio a quanto più diffusamente argomentato in A. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, Milano, 2008, 91 ss. Per ulteriori riferimenti, cfr. ID., *Offerta pubblica di acquisto*, in *Enc. dir. I tematici*, Milano, 2025, 671 ss.

stanza rilevante) ovvero in difetto (*i.e.*, acquisizioni del controllo sotto-soglia, non "sanzionate" dall'obbligo di offerta). Donde la previsione di esenzioni e "correttivi", al fine di smussare l'eccessiva rigidità e intercettare l'effettivo bisogno di tutela degli investitori. L'opzione per il ricorso a una clausola generale, per contro, se ha il pregio di consentire una applicazione "flessibile" dell'obbligo di offerta, calibrata in funzione degli interessi protetti, introduce elementi di incertezza, come testimonia l'esperienza applicativa della l. n. 149/92[02].

Nell'impostazione originariamente adottata dal Testo Unico è prevalsa la prima istanza, in virtù della adozione della soglia fissa (artt. 106 e 108), inferiore a quella attributiva del controllo di diritto, con espunzione della rilevanza dell'acquisizione del controllo (o dell'intenzione di acquisirlo), fra i presupposti dell'OPA (ma che si trattasse, pur sempre, di un presupposto logico-giuridico, per così dire, silente, lo si desume dal sistema delle esenzioni[03]). Sotto questo profilo, la recente riforma parrebbe realizzare un (apprezzabile) ritorno alla semplicità perduta, mediante l'abrogazione delle soglie differenziate o "variabili", di cui agli (abrogati) commi 1 *bis* e 1 *ter*[04].

Un problema comune[05] nella disciplina dell'OPA obbligatoria è la necessità di contemplare e regolare l'ipotesi in cui il controllo sia acquisito non da un'unica persona, ma da una coalizione[06]. Si tratta, evidentemente, di *completare* la disciplina, sia in funzio-

02 Per un'analisi del problema evocato nel testo, cfr. Lener - Galante, *Elusioni (lecite?) dell'Opa obbligatoria*, in *Società*, 1995, 463.

03 Il riferimento a una *presunzione* può, invece, risultare ambiguo, posto che la prova contraria consiste non già nella dimostrazione che altri già detiene e continua a detenere il controllo, ma esclusivamente il *controllo di diritto*, giusta il combinato disposto degli artt. 106, co. 5, T.U.F. e 49, co. 1, lett. *a*, reg. emitt.

04 Introdotti dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91, conv., con modif., in l. 11 agosto 2014, n. 116. Rispetto all'alternativa cui si allude nel testo, il diritto comunitario non ha realizzato alcuna uniformazione, pur se esplicitando il presupposto logico-giuridico inespresso (ma, come si è detto, desumibile dal coordinamento regola/eccezioni/esenzioni) nella disciplina contenuta nel T.U.F., ossia l'acquisizione del *controllo* dell'emittente, la cui concreta individuazione è rimessa alla disciplina degli Stati membri (art. 2, comma 1, lett. *a*, Dir. 2004/25/CE).

05 Nel senso che il problema si pone tanto nell'ipotesi di adozione della soglia fissa quanto nel caso di ricorso alla clausola descrittiva dell'evento rilevante.

06 Come si osserva nel testo, il problema ricorre in tutti i casi di disciplina dell'OPA obbligatoria, ma è più evidente nel modello incentrato sulla soglia fissa, in ragione della sua minore "duttilità", in sede ermeneutica, rispetto al modello incentrato sulla clausola generale dell'acquisizione del controllo. In effetti, la l. n. 149/92 non regolava l'acquisto concerto, ma la Consob aveva desunto la regola in via interpretativa, pur se con qualche difficoltà. Sul punto, cfr. M. Stella Richter jr., *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci*, Milano, 1996, 196 ss.; Montalenti, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1995, 29. Successivamente, la l. n. 474/94 ha novellato l'art. 10, co. 4, l. n. 149/92, inserendo il riferimento agli accordi "per l'acquisto concertato", ai fini dell'obbligo di comunicazione alla Consob. Ai fini dell'obbligo di OPA, per contro, la "partecipazione a sindacati di voto" era considerata rilevante per la nozione di "controllo" (art. 10, co. 2).

ne antielusiva, sia per realizzarne appieno la *ratio*[07]. La regola che impone l'obbligo di offerta totalitaria (o l'obbligo di acquisto) si presta, infatti, a essere elusa, attraverso l'*escamotage* del frazionamento dell'acquisto rilevante tra una pluralità di soggetti, formalmente distinti, ma, in realtà, appartenenti a una coalizione.

L'istituto dell'acquisto di concerto mira a prevenire questa elusione della legge, introducendo, però, un (inevitabile) elemento di complicazione e, dunque, di incertezza, che deriva dall'oggettivo ampliamento dell'ambito di applicazione della disciplina, così ponendo un problema di sussistenza di una *eadem ratio*.

In effetti, se può risultare agevole – una volta superati i problemi "di calcolo" – accertare il superamento individuale della soglia, non altrettanto può dirsi per il superamento "collettivo", che pone (anche) il problema della legittimità della (e dei criteri per la) "aggregazione" della partecipazione frazionata fra più soggetti, e, almeno in astratto, il problema di accertare se gli acquisti isolati siano stati, in qualche modo, "concertati", poiché, in caso contrario, non può dirsi che via sia stata una acquisizione collettiva del controllo[08].

Un problema ulteriore è stabilire se per "concertazione" si debba intendere il mero coordinamento nell'acquisto ovvero anche la futura *gestione* delle partecipazioni[09]. In quest'ultimo caso, con la complicazione ulteriore di stabilire se occorra accertare un obiettivo di porre in essere una futura gestione comune della partecipazione aggregata ("*pour mettre en oeuvre une politique vis-à-vis de la Société*", come prevede la disciplina francese, di cui all'Article L233-10 del *code de commerce*) o anche soltanto una gestione

07 Nella prospettiva della tutela degli investitori e del "mercato del controllo", in effetti, quel che conta è che vi sia stato un mutamento del controllo, non anche se ciò sia dovuto all'opera di un unico soggetto o di una coalizione, sebbene non sfugga che, nel secondo caso, la "contendibilità" risulti meno compromessa, per la fisiologica possibilità di uno scioglimento della coalizione.

08 Sebbene possa accadere che un acquisto non concordato di una partecipazione rilevante conduca, in termini puramente *oggettivi* (o "quantitativi") all'acquisizione o al consolidamento del controllo, da parte di una coalizione, come nel caso in cui uno dei soggetti coalizzati acquisti all'insaputa degli altri. Attribuire o negare rilevanza alla condotta "dissonante" è una scelta di politica del diritto, che risente anch'essa della "oscillazione" fra rigidità/certezza e flessibilità. Su questi aspetti, cfr., all'indomani della emanazione del Testo Unico, Weigmann, *La nuova disciplina dell'OPA*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di Bonelli, Buonocore, Corsi, Costi, Ferro-Luzzi, Gambino, Jaeger, Patroni Griffi, Milano, 1998, 206.

09 Ciò, si badi, a livello, per così dire, logico, nel senso che, in astratto, si può "essere d'accordo" a che altri acquisti una partecipazione in una società quotata, senza avere definito e, appunto, concordato, alcunché (con il futuro acquirente) in merito alla condotta da assumere in seno alla compagine sociale. In termini giuridici, è ben possibile che il legislatore prescinda del tutto da entrambi i requisiti, ma, allora, prescindendo, in realtà, dall'accertamento di una *concertazione*. Questa la scelta del Testo Unico, nella sua versione originaria, come si osserva nel testo. Nella dottrina più recente, cfr. Triscornia, *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 486, a cui dire "il collante necessario affinché si possa parlare di azione di concerto tra più soggetti coincide, per l'appunto, con il comune intento di "acquisire, mantenere o rafforzare il controllo" su di un emittente.

individuale, da parte del *leader*, con il consenso degli altri acquirenti[10]. Il che, peraltro, dischiude l'ulteriore problema della distinzione fra acquisto di concerto e acquisto indiretto, mediante persona interposta ovvero società controllata[11].

Nella sua impostazione originaria, il Testo Unico contemplava l'*acquisto di concerto* soltanto nella rubrica dell'art. 109, la cui disciplina, per contro, non attribuiva alcuna rilevanza al "concerto" (nell'acquisto) - in effetti, neanche menzionato –, limitandosi a imporre un obbligo solidale in capo ai soggetti elencati, allorché, *a seguito di un acquisto* (in origine: soltanto a titolo oneroso), la partecipazione complessivamente riferibile ai soggetti medesimi fosse risultata ultra-soglia. La locuzione, dunque, era soltanto una espressione riassuntiva di una disciplina, che aveva consapevolmente rinunciato a "descrivere" o, comunque, a riconoscere rilevanza giuridica a *comportamenti* sintomatici di una *concertazione*[12], ovvero anche al *programma contrattuale* (e, dunque, in ipotesi, alla *concertazione programmata*), come si desumeva chiaramente dal generico rinvio a un patto di cui all'art. 122, "anche nullo" (art. 109, co. 1, lett. *a*, vers. orig.). Semmai, l'accertamento in concreto di una *concertazione* avrebbe potuto assumere valore indiziario dell'esistenza di un patto parasociale (occulto e, dunque, nullo), onde legittimare poi l'aggregazione delle partecipazioni dei singoli concertanti.

Il criterio adottato per l'aggregazione delle partecipazioni acquisite (cumulate a quelle

10 Può essere utile rievocare, al riguardo, il dibattito sorto nel vigore della l. n. 149/92, la quale, senza contemplare espressamente l'acquisto di concerto, regolava la fattispecie dell'acquisizione del controllo anche "anche tramite interposta persona, società fiduciaria, o *attraverso partecipazione a sindacati di voto*" (art. 10, corsivi aggiunti). Cfr., in luogo di molti, Costi, *I sindacati di blocco e di voto nella legge sull'OPA*, in *Banca e Borsa*, 1992, I, 472 ss.; Montalenti, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 20.

11 La fattispecie di concerto in esame si distingue dell'acquisto della partecipazione rilevante effettuato "indirettamente per il tramite di fiduciari o di interposta persona" (art. 105, co. 2), che rientra nell'ipotesi "base" di cui all'art. 106, co. 1, ed è pertanto fonte dell'obbligazione di lanciare l'opa per il solo fiduciante o interponente. La distinzione è risultata, in concreto, meno netta di quanto possa apparire, come dimostra una vicenda, che ha indotto la Consob a qualificare la fattispecie in termini di patto parasociale occulto e il Tribunale di Milano in termini di interposizione di persona. Cfr. la deliberazione Consob n. 16326 del 30 gennaio 2008, recante l'atto di accertamento del (presunto) patto parasociale. Il provvedimento è stato annullato dal T.A.R. Lazio, 8 ottobre 2008, n. 8835. In sede di appello, Il Consiglio di Stato ha riformato la sentenza del T.A.R. Lazio, confermando, peraltro, l'annullamento parziale dell'atto di accertamento, in accoglimento del ricorso in appello incidentale (cfr. Consiglio di Stato, Sez. VI, 2 dicembre 2009, n. 1144/2009). Per la diversa qualificazione della medesima fattispecie (in termini di interposizione di persona) cfr., invece, la sentenza di Trib. Milano, sez. II pen.,15 luglio 2009, Lotito. Nel caso di specie, peraltro, la "relazione pericolosa", considerata sintomatica di un acquisto di concerto (ovvero mediante interposta persona) non intercorreva fra un soggetto e la società controllata, bensì fra una persona fisica-socio di controllo di una società, a sua volta socio di un emittente quotato e altro socio di minoranza dell'emittente medesimo. Per una discussione della questione, si rinvia ad A. Tucci, *"Acquisto di concerto" e "azione di concerto"*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, 915 ss.

12 Ma per la qualificazione in termini di "definizione per rubrica ed estensionale", cfr. Enriques, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'OPA obbligatoria*, Bologna, 2002, 103, senza, peraltro, pervenire a esiti applicativi differenti, rispetto a quelli indicati nel testo.

eventualmente già detenute) seguiva, fondamentalmente, due direzioni, sintetizzabili in termini di: (i) unicità del centro decisionale, nonostante la pluralità dei soggetti coinvolti (c.d. concerto endosocietario o "in linea verticale"); (ii) pluralità di centri decisionali, unificati dalla cooperazione in vista di un obiettivo comune (c.d. concerto "relazionale" o "orizzontale"). La seconda fattispecie si risolve, in effetti, in un ampliamento del perimetro dell'OPA obbligatoria, esteso oltre i confini del superamento della soglia su base "individuale" o "para-individuale"[13], in ragione del "legittimo sospetto" nei confronti di soggetti che hanno evidenziato una "tendenza a patteggiare", là dove la linea di concerto "verticale" (o "endosocietaria") ha quale presupposto implicito l'esercizio di una influenza sugli altrui processi decisionali ovvero la soggezione a quell'influenza[14].

Mette conto ricordare, al riguardo, che la formulazione definitiva della disposizione fu dovuta proprio all'accoglimento delle preoccupazioni manifestate, nel corso del dibattito parlamentare, in merito agli eccessivi margini di *incertezza* presenti nel testo sottoposto dal Governo al Parlamento per l'acquisizione del necessario parere (c.d. *bozza Draghi*), ove era previsto che: (i) l'obbligo di OPA sussistesse "solidalmente a carico di coloro che, *agendo di concerto*, [venissero] a detenere, a seguito di acquisti compiuti anche da taluno di essi nei dodici mesi precedenti, una partecipazione superiore [alle soglie rilevanti]"; (ii) il concerto fosse desumibile anche dal *comportamento* successivo degli interessati e fosse presunto (*iuris tantum*) "tra un soggetto e le società da esso controllate, tra le società a comune controllo e tra una società e i suoi amministratori o direttori generali". Non era contemplato il concerto da patto parasociale[15].

Proprio in considerazione di queste perplessità, anche a seguito del suggerimento della Commissione Finanze e Tesoro del Senato, la versione definitiva del Testo Unico rinunciò a disciplinare il concerto come una autonoma fattispecie, ricorrendo alla menzionata tecnica di elencazione di fattispecie che giustificavano l'aggregazione dell'acquisto (anche isolato).

Donde la diffusa convinzione, secondo cui l'acquisto di concerto consistesse in una *equiparazione legale* di una fattispecie (*i.e.*, l'acquisto, anche isolato, di partecipazioni complessivamente rilevanti da parte di determinati soggetti) a un'altra (la concertazione nell'acquisto). Più semplicemente, la concertazione non era elemento costitutivo

13 In questi termini: Triscornia, *op. cit.*, 488.

14 Cfr., per il rilievo, P. Ferro-Luzzi, *Il «concerto grosso»; variazioni sul tema dell'o.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 667.

15 Art. 129 dello schema di decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri, dicembre 1997, pubblicato in *Riv. soc.*, 1998, p. 105. Le critiche manifestate, nel corso delle audizioni parlamentari, dal Direttore Generale di Confindustria e di Assonime, nonché dal Presidente dell'ABI, si possono leggere in *Riv. soc.*, 1998, rispettivamente, p. 243, p. 251, p. 263. Per un'efficace sintesi, cfr. Basso, *Art. 109 – Acquisto di concerto*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, II, 1014 ss.; Enriques, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, cit., 100 ss.; Weigmann, *Art. 109 – Acquisto di concerto*, in *Testo Unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2022, 932 ss.

della fattispecie da cui sorgeva l'obbligo solidale di promuovere l'offerta. Per questa ragione, i soggetti legati dalle relazioni pericolose non erano ammessi a provare di non aver in alcun modo "concertato" l'acquisto rilevante.

Non a caso, nei primi due lustri di applicazione dell'istituto, l'attenzione degli operatori e dei loro consulenti legali, in occasione di acquisizioni o, comunque, di operazioni sulle azioni, si è incentrata sul diverso problema dell'esistenza di una delle "relazioni pericolose", fra le quali, *in primis*, un patto parasociale. Problema, questo, ulteriormente aggravato dall'approccio, anch'esso, meramente *strutturale* adottato dal Testo Unico nell'individuazione delle fattispecie di patti rilevanti, tutte incentrate sull'*oggetto* o sull'*effetto* del patto[16].

Il raccordo istituito fra patti parasociali e OPA obbligatoria, in virtù della disciplina dell'acquisto di concerto, ha avuto l'effetto di amplificare uno dei limiti più evidenti della disciplina della trasparenza societaria, ossia l'equiparazione di fattispecie del tutto eterogenee, non rilevanti in egual misura rispetto agli assetti di controllo delle società quotate. È, questo, un problema "storico" e ricorrente nella disciplina della trasparenza societaria, soprattutto per le sue ricadute negative rispetto al coordinamento delle minoranze azionarie, in ragione del timore di incorrere in violazioni di una disciplina rigorosa, presidiata da un severo regime sanzionatorio (e si pensi al il risalente e mai sopito dibattito sulla *section* 13(d) del *Securities Exchange Act* statunitense[17]).

La scelta di "importare" in modo indiscriminato tutte le tipologie di patti rilevanti ex art. 122, in sede di delimitazione del perimetro applicativo dell'acquisto di concerto (e, successivamente, di presunzione assoluta di concerto), acuisce il problema segnalato e rischia di produrre effetti indesiderati e, per così dire, dissonanti, rispetto alla *ratio* dell'OPA obbligatoria, poiché può assoggettare all'obbligo solidale di offerta (o di acquisto) forme di coordinamento (anche non formalizzate in contratti) strutturalmente non idonee a incidere sugli assetti di controllo[18].

D'altronde, questo assetto normativo, apparentemente, incentrato sulla *certezza* delle regole, anche a scapito della *ratio*, non è riuscito a evitare elusioni dell'OPA obbligato-

16 Proprio per attenuare il rischio di un'applicazione troppo estesa e, potenzialmente, insensata della disciplina dei patti parasociali, la Consob emanò la nota Comunicazione 18 aprile 2000, n. DIS/29486, con la quale tentò di circoscrivere la nozione dei patti parasociali, sulla base di un criterio funzionale, ma con oscillazioni verso le motivazioni soggettive dei paciscenti (e si vedano le successive Comunicazioni 14 agosto 2002, n. DEM/2057476, e 28 novembre 2003, n. DEM/3077483). Questo orientamento – poi, in qualche misura, "codificato" nell'art. 2341 *ter*, cod. civ. (pur se, a rigore, per le società non quotate) – ha avuto inevitabili ricadute anche sul terreno dell'acquisto di concerto, in virtù dell'approccio seguito dal legislatore del 1998, segnalato nel testo. Su questi aspetti, cfr. A. Tucci, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Bologna, 2020, 1576 ss. e 1605 ss.

17 Cfr., in luogo di molti, L.A. Bebchuk – R.J. Jackson jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, in *Harv. Bus. Rev.*, 2012, p. 39 ss.

18 Cfr., per il rilievo, Triscornia, *op. cit.*, 505.

ria, in virtù di acquisti sotto-soglia, realizzati da soggetti sospettati di aver artificiosamente frazionato un acquisto unitario (appunto: di concerto). È sufficiente evocare il caso SAI-Fondiaria[19], ma problemi analoghi si erano già posti all'indomani dell'entrata in vigore del Testo Unico, in occasione di importanti operazioni di acquisizione societaria, anche in settori strategici dell'economia. In queste e in analoghe vicende, peraltro, il problema riguardava la difficoltà di accertare l'avvenuta stipulazione di un patto parasociale occulto, piuttosto che la concertazione, alla luce del dettato normativo, che orientava l'indagine in questa prospettiva[20]. Sotto questo profilo, dunque, può trovare giustificazione il rigore della formulazione dell'art. 109 T.U.F., che ha, quanto meno, attenuato il problema dell'accertamento successivo (ancorché tardivo) dell'acquisto di concerto, una volta emersa la prova della stipulazione di un patto parasociale.

2. Il recepimento della Direttiva OPA: acquisto di concerto e azione di concerto.

La lenta e travagliata irruzione del diritto comunitario in materia di OPA infrange l'originaria *semplicità* della disciplina italiana e inaugura la stagione della *complessità* programmata (quella *effettiva* era presente, beninteso, anche nel "mondo di ieri").

La Direttiva OPA (2004/25/CE), come noto, ha realizzato una "armonizzazione minima", dovuta, tra l'altro, al ricorso a clausole generali, fra le quali, appunto, quella di "persone che agiscono di concerto" (art. 2, par. 1, lett. d)[21], ma anche, per certi aspetti, quella di acquisizione del controllo di un emittente (art. 5, par. 1), pure, apparentemente, indi-

19 La vicenda giudiziaria, come noto, sorse a seguito della (tardiva) scoperta di un acquisto di concerto di una partecipazione ultra-soglia nel capitale sociale di Fondiaria, da parte di Mediobanca, Sai e Premafin (controllante di Sai), seguito dalla fusione fra Sai e Fondiaria, con conseguente elusione dell'obbligo di offerta. All'esito di un tormentato *iter* giudiziario, la Corte di Cassazione affermò, per la prima volta, *ex professo*, la responsabilità contrattuale per violazione dell'obbligo di offerta. Cfr. Cass., 10 agosto 2012, n. 14400, in *Banca e Borsa*, 2012, II, 725, con nota di A. Tucci, *La responsabilità per violazione dell'obbligo di OPA al vaglio della Cassazione*.

20 Cfr. il *Comunicato* stampa di Consob, del 10 agosto 2001, ove si ipotizza l'avvenuta conclusione di "*un patto parasociale, anche in forma non scritta, rilevante ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. c) e d), del d.lgs. 58/98 (TUF), fra Sai e Mediobanca per l'acquisto di azioni Fondiaria e per la gestione di quella società*". Cfr. anche i successivi *Comunicati* del 18 dicembre 2002 e del 27 dicembre 2002, nei quali la Commissione accerta il "concerto occulto" e la violazione dell'obbligo di OPA, a seguito della conclusione del procedimento dinanzi all'AGCM per la fusione SAI/Fondiaria, dal quale sarebbero emersi elementi indiziari della persistente efficacia del patto, per contro, dalla Commissione ritenuto non più "vigente" al momento dell'acquisto rilevante (18 febbraio 2002).

21 "*Persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*". Cfr., da ultimo, Mosca - Siri, *L'OPA obbligatoria nel diritto europeo: armonie e disarmonie*, in *Princìpi di riforma del testo unico della finanza*, a cura di Sacco-Ginevri, Milano, 2025, 131, ove il rilievo secondo cui "un caso emblematico in cui la Direttiva ricorre a requisiti generali (standard, non rules) si trova all'art. 2, par. 1, lett. d) che definisce le "persone che agiscono di concerto". La disposizione presenta le caratteristiche di una clausola generale del diritto poiché utilizza, per definire i comportamenti coordinati delle parti, la nozione metagiuridica di accordi (non necessariamente coincidente alla nozione di contratto) connotati dalla finalità di essere volti "ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta".

viduata in termini molto espliciti. In entrambi i casi, si assiste a una delega (non del tutto in bianco) agli Stati membri, che ha però comportato una inevitabile *complicazione* della disciplina per quegli ordinamenti (fra i quali il nostro) che avevano perseguito l'obiettivo di una "semplice certezza", anche a costo del rischio di applicazioni "insensate", soltanto in parte corrette dall'intervento pretorio della Consob, a sua volta, fonte di ulteriori dubbi interpretativi, proprio in ragione dell'alterazione, di fatto, dell'approccio meramente strutturale, seguito dal legislatore, mediante l'inserimento di ulteriori requisiti di natura funzionale, dei quali sarebbe, poi, stato richiesto l'accertamento in concreto, anche a fini sanzionatori[22].

Proprio il recepimento della Direttiva OPA è stata l'occasione[23] per una prima revisione dell'acquisto di concerto (d. lgs. n. 229/07), che ha infranto la *staticità* del sistema originario, dapprima, introducendo la fattispecie delle "persone che agiscono di concerto" (art. 101 *bis*), costruita in modo promiscuo, perché ricavata dalla giustapposizione dei "soliti sospetti" di cui all'art. 109 (previgente), i quali agiscono di concerto "per quel che sono", con un'ulteriore fattispecie, questa volta, *dinamica*, in quanto incentrata su "quel che fanno" determinati soggetti, non altrimenti individuati se non perché "*cooperano fra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente*" (art. 101 *bis*, co. 4, lett. *e*, previgente), con evidente accrescimento del margine di discrezionalità dell'interprete – Autorità di vigilanza e autorità giudiziaria, *in primis* –, chiamato a riempire di contenuto la clausola, inevitabilmente, anche alla luce delle categorie generali e della "mentalità" domestiche.

La novella del 2009 (d. lgs. n. 146/09) ha tentato di conciliare l'originaria impostazione del Testo Unico con l'approccio della Direttiva OPA, introducendo una disciplina dell'*acquisto di concerto* (art. 109) incentrata sull'enunciazione del precetto in virtù del quale determinati soggetti sono solidalmente tenuti all'obbligo di offerta totalitaria, allorché vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle soglie rilevanti. I soggetti obbligati sono riassuntivamente indicati "persone che agiscono di concerto" e tali sono "*i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società*

22 Cfr. la vicenda esaminata dalla Consob nella deliberazione n. 15029 del 10 maggio 2005, relativa all'accertamento dell'obbligo a carico della Banca Popolare di Lodi e di altri soggetti di promuovere un'offerta totalitaria sulle azioni ordinarie emesse dalla Banca Popolare Antoniana Veneta S.p.A.

23 Come si osserva nel testo, la direttiva OPA non ha perseguito l'obiettivo di realizzare una armonizzazione massima delle discipline contenute nei diversi ordinamenti degli Stati membri, ma solo un loro "coordinamento" (art. 1, co. 1) e il suo recepimento non avrebbe richiesto, probabilmente, una revisione dell'istituto dell'acquisto di concerto, sebbene non sfugga il rilievo assegnato alla *cooperazione* nella disciplina comunitaria. Per analoghe considerazioni, cfr. Mosca, *OPA ed azione di concerto*, in *Riv. soc.*, 2022, 933, ove il rilievo che il recepimento della Direttiva ha offerto al nostro legislatore "l'occasione per una storica inversione di rotta", recependo l'impostazione comunitaria.

emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio" (art. 101 *bis*, co. 4).

Accanto a questa "clausola generale" - di matrice comunitaria, nell'impostazione *dinamica*, ma decisamente "domestica", nel contenuto (più ampio, rispetto al modello) -, figurano "i soliti sospetti", rispetto ai quali non occorre accertare l'effettiva cooperazione qualificata e non è consentito fornire la prova dell'assenza della cooperazione, in virtù di una "presunzione assoluta" (co. 4 *bis*)[24]. Il sistema era poi completato da una delega alla Consob, chiamata a individuare: (i) ulteriori casi di "presunzioni relative" di concerto, senza però contraddire la regola delle presunzioni assolute (co. 4 *ter* lett. *a*); (ii) esenzioni (co. 4 *ter* lett. *b*).

L'introduzione della nozione di "persone che agiscono di concerto" ha infranto la semplicità del modello originario recepito dal Testo Unico[25], ponendo il problema del possibile superamento delle presunzioni assolute, rispetto a fattispecie particolari, nelle quali è parsa evidente l'assenza del tipo di problema percepito e regolato dalla disciplina dell'OPA obbligatoria (anche di quella "da concerto")[26]. Il dubbio si è posto, soprattutto, per il concerto da patto parasociale ed è dovuto all'approccio seguito dal legislatore nell'individuazione dei patti rilevanti (art. 122), ai fini della pubblicità, consistente nell'elencare alcune fattispecie, sulla base del loro oggetto o dei loro effetti, prescindendo da ogni considerazione in merito alla possibile diversa "intensità", rispetto agli assetti di potere degli emittenti e, in particolare, all'esercizio del controllo. Il richiamo puro e semplice di tutte le fattispecie elencate nell'art. 122, ai fini della presunzione assoluta di concerto, ha alimentato non poche perplessità, rispetto al rischio di applicazioni "insensate" dell'obbligo di OPA[27], anche con effetti dissuasivi, rispetto a forme di coordinamento dei soci di emittenti quotati (soltanto in parte attenuati dal regime di esenzioni

24 Il co. 3 dell'art. 109 novellato ha poi "codificato" il "concerto grosso" (preconizzato da P. Ferro-Luzzi, *op. cit.)*, prevedendo che ai fini dell'obbligo solidale, le fattispecie di cui all'art. 101 *bis* assumono rilievo anche congiuntamente, limitatamente ai soggetti che detengono partecipazioni.

25 Ma v'è di più. Il riferimento all'obiettivo di "acquisire il controllo" dell'emittente si presta, in astratto, a scardinare l'impianto generale della disciplina dell'OPA obbligatoria, riesumando un presupposto accolto dalla l. n. 149/92 ed espressamente ripudiato dal Testo Unico. Come si osserva *infra*, nel testo, la recente novella potrebbe ulteriormente amplificare questo elemento "dissonante" e, potenzialmente, eversivo del sistema.

26 Sulla opportunità di interpretare la nozione di "persone che agiscono di concerto" alla luce delle finalità perseguite dall'istituto delle offerte pubbliche di acquisto insiste Mosca, *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, 2013, 3, anche sottolineando la collocazione della definizione, in apertura della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e non nell'art. 1, recante le definizioni funzionali all'interpretazione dell'intero testo normativo.

27 Cfr. Triscornia, *op. cit.*, p. 490, per il rilievo secondo cui "l'azione di concerto risulterebbe evidentemente priva di ratio se venisse imposto un obbligo di offerta anche in casi in cui il patto parasociale fosse obiettivamente irrilevante per il controllo della società o del suo capitale".

stabilito dalla Consob)[28].

Vero è, d'altronde, che la presenza di una presunzione assoluta di concerto, nel caso di acquisti posti in essere da aderenti a un patto parasociale (per di più, anche in un periodo precedente la formale conclusione del patto), semplifica notevolmente l'onere della prova di chi afferma l'esistenza del concerto (la Consob, *in primis*), riducendone l'oggetto all'esistenza di un patto parasociale rilevante. In sede di eventuale contestazione dell'accertamento, in effetti, si discuterà esclusivamente di questa circostanza fattuale, non anche della condotta concreta degli aderenti al patto, rispetto all'acquisto rilevante o alla futura gestione delle partecipazioni o, ancora, all'incidenza sul controllo dell'emittente. A titolo meramente esemplificativo, si pensi alla fattispecie del patto parasociale fra soci di minoranza, in contesti caratterizzati dall'assenza di un socio di controllo di diritto, nella quale l'incremento della partecipazione "aggregata", anche per effetto di acquisti isolati, può comportare l'obbligo di OPA, senza che rilevi la prova dell'assenza di un intento di acquisire il controllo.

Può dirsi, dunque, che la disciplina risultante dal recepimento della Direttiva OPA ha creato problemi di coordinamento fra "acquisto di concerto" e "azione di concerto" (*acting in concert*) e ha reso forse meno accettabile la regola per cui "i soliti sospetti" non possono fornire la prova dell'assenza di un'azione concertata, ma soltanto dell'insussistenza del legame rilevante (*i.e.*, adesione a un patto parasociale, rapporto di controllo, etc.). Il problema è particolarmente evidente e delicato, come si è detto, nella fattispecie del concerto relazionale e pattizio, risultando, probabilmente, più accettabile il trattamento riservato ai rapporti di controllo[29].

3. Dalla struttura alla funzione dell'acquisto di concerto.

La recente riforma pone al centro della disciplina la nozione di "persone che agiscono di concerto", superando le presunzioni assolute e intervenendo espressamente sull'onere della prova, il cui oggetto muta sensibilmente, riportando il *focus* sul problema del controllo.

In estrema sintesi, può dirsi che la prospettiva della disciplina si sposta da un approccio meramente *strutturale*, che caratterizzava l'impostazione originaria del Testo Unico, a

28 Cfr. Guizzi, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, 122, ove il rilievo che "l'enorme ampiezza che assume la fattispecie del concerto presunto *iuris et de iure* — che è poi quella cui tipicamente ricorre la Consob nella sua esperienza applicativa, addivenendo quasi sempre all'affermazione del concerto ragionando attraverso il termine medio del patto occulto davvero può finire per trasformare ogni coordinamento anche in vista dell'esercizio dei diritti assembleari, ed anche in presenza di un semplice effetto, indiretto, di stabilizzazione degli assetti proprietari ed in assenza di una volontà finalisticamente orientata a modificare il controllo, in forme di concertazione".

29 D'altronde, anche nella Direttiva OPA al rapporto di controllo è riservato un trattamento speciale, ai sensi dell'art. 2, par. 2, in virtù del quale le persone controllate da altra persona "sono considerate persone che agiscono di concerto con detta persona e tra di loro".

uno *funzionale*, di matrice comunitaria, incentrato sulla valorizzazione di una *condotta* riconducibile a un *accordo* (anche non formalizzato o giuridicamente non vincolante[30]), *volto*[31] alla acquisizione o al consolidamento del controllo o alla "frustrazione" di un'offerta.

Rispetto al modello comunitario, peraltro, permane la "dissonanza", relativa all'ambito soggettivo di applicazione, che il legislatore comunitario limita alla cooperazione con l'offerente o con la società emittente, là dove il Testo Unico mantiene una nozione (soggettivamente) più ampia e indefinita ("*i soggetti che cooperano tra di loro*"), forse, preferibile, se l'obiettivo è quello di "intercettare" qualsiasi forma di cooperazione rilevante rispetto all'acquisizione del controllo (o al contrasto di un'offerta), nonché, tecnicamente più precisa, se è vero che il tenore letterale delle disposizioni comunitarie sembra legittimare il dubbio che il concerto presupponga un'offerta già *in itinere* (non potendosi, altrimenti, configurare un *offerente*) e, soprattutto, non chiarisce se l'obbligo di offerta "da concerto" sia solidale per tutti i concertanti o presupponga, invece, l'individuazione di un *leader*, tenuto a promuovere l'offerta[32]. Nel modello italiano, i soggetti che "operano di concerto con l'offerente o l'emittente" sono, invece, inclusi fra le "parti interessate" di cui al nuovo art. 101 bis, co. 4 quater; fattispecie che assume rilevanza ai fini degli obblighi di comunicazione, ex artt. 114 e 115 (art. 103, co. 2).

Non viene meno del tutto la semplificazione dell'onere della prova per chi affermi l'esistenza di un superamento "concertato" della soglia rilevante, in virtù della previsione di una presunzione (semplice), che dovrebbe orientare la strategia argomentativa di chi pretenda la promozione dell'offerta "da concerto", almeno in prima battuta, verso la dimostrazione di una delle situazioni elencate nel comma 4 *bis*, piuttosto che verso la prova della cooperazione qualificata[33]. Quest'ultima potrà soccorrere la posizione di "chi afferma" nei casi in cui sia meno agevole provare la relazione rilevante, come talora accade per i patti parasociali occulti, allora, inevitabilmente, attingendo a condotte concrete e, per così dire, sintomatiche.

30 Il collegamento fra i due commi conferma quanto già osservato in relazione alla disciplina previgente, nel senso che l'accordo parasociale non richiede alcuna formalità e assume rilievo, appunto, come mero *fatto giuridico*, non rilevando il profilo *negoziale*, l'idoneità a produrre gli effetti giuridici programmati. Sul punto, cfr. quanto si osservava in A. Tucci, *Patti parasociali e* governance *nel mercato finanziario*, Bari, 2005, 195 ss.

31 Sull'ambiguità di questa locuzione si avrà modo di tornare, nel prosieguo.

32 Il soggetto obbligato ex art. 5, par. 1, in effetti, è indicato al singolare, nella *persona* fisica o giuridica, che, per effetto di acquisti (isolati o concertati) detenga titoli con diritto di voto in misura tale da conferire il controllo a quella persona, "direttamente o indirettamente".

33 Coerente con il mutamento di prospettiva è la riscrittura dell'*incipit* del co. 4-*ter*, che conferisce alla Consob il potere di individuare "ulteriori casi" di presunzione semplice di concerto. Nel regime previgente, per contro, il potere della Consob era circoscritto dalla previsione di una presunzione assoluta di concerto per le situazioni elencate nel comma 4-*bis* (previgente), le quali diventano ora soltanto alcune delle situazioni rilevanti (ai fini della nuova presunzione semplice), prestabilite dal legislatore, in termini, appunto, non tassativi, essendo integrabili con regolamento Consob.

Muta sensibilmente la posizione di chi neghi la sussistenza della concertazione, essendo coinvolto in una delle "relazioni pericolose", di cui al co. 4 bis.

Nel regime previgente, come si è visto, i soggetti in questione non erano ammessi a provare di non essere "persone che agiscono di concerto", per l'insussistenza, in concreto, della cooperazione qualificata di cui al co. 4, potendo andare esenti dall'obbligo di offerta soltanto fornendo la prova dell'assenza delle suddette relazioni. Ciò in quanto il legislatore equiparava queste ultime alla cooperazione e, dunque, riteneva dal tutto irrilevante l'assenza di una cooperazione effettiva e *qualificata* (dalla sua finalità specifica)[34].

A seguito della riforma, l'oggetto della prova contraria parrebbe consistere, invece, nell'assenza della cooperazione qualificata, nonostante la presenza dei rapporti sintomatici di una tendenza a cooperare (si pensi, ad esempio, a un patto di mera consultazione, la cui rilevanza potrebbe mutare significativamente, a seguito della riforma[35]). La circostanza assume particolare rilevanza, anche in termini sistematici, rispetto ai rapporti originati da un patto parasociale, poiché sancisce finalmente una sia pur parziale emancipazione della disciplina dell'OPA obbligatoria da quella della trasparenza degli assetti proprietari. I due istituti, in effetti, regolano problemi senz'altro contigui, ma non del tutto sovrapponibili, posto che la conoscibilità degli assetti partecipativi degli emittenti quotati non è circoscritta all'area semantica del controllo, potendo interessare anche partecipazioni inferiori, ma pur sempre consistenti e, dunque, rilevanti (artt. 120 e 122, co. 5 *ter*). A seguito della riforma, risulta esplicitata la rilevanza dei patti parasociali (ai fini OPA), soltanto in quanto volti ad acquisire o a consolidare il controllo dell'emittente (o a contrastare gli obiettivi di un'offerta).

Non sembra, per contro, che l'affermazione secondo cui i patti parasociali rilevano, *rispetto all'OPA obbligatoria*, soltanto in quanto espressione di una *cooperazione qualificata*, legittimi, di per sé, una conclusione, per così dire, speculare, nel senso che la

34 L'irrilevanza della prova della concertazione non era parsa scontata, peraltro, rispetto alla fattispecie dei patti "che prevedono l'acquisto" di azioni o strumenti finanziari quotati (art. 122, co 5, lett. *c*), nella quale, in effetti, la concertazione dell'acquisto parrebbe assurgere a requisito del patto, essendone l'oggetto. Sul punto, cfr. quanto osservato in A. Tucci, *"Acquisto di concerto" e "azione di concerto"*, cit., 920 ss.

35 Più problematica appare, per contro, la prova contraria, nelle tipologie di patti nei quali la "cooperazione qualificata" sia, per così dire, *in re ipsa*. Rileva, innanzi tutto, la fattispecie di cui all'art. 122 lett. *d-bis*, non menzionata fra le ipotesi di "presunzione semplice" (così come in quella "assoluta", ante-riforma), probabilmente, perché già coincidente con la clausola generale (ivi compresi gli accordi volti a *favorire* il conseguimento degli obiettivi di un'offerta), come si desume dall'intervento "correttivo" di cui al d. lgs. n. 146/09, che ha riformulato, tra l'altro, il disposto dell'art. 101-*bis*, co. 4, inserendo la clausola generale e il co. 4-*bis*, lett. *a* (nel "periodo transitorio" 2007-2009, per contro, il co. 4 recava un generico riferimento ai patti di cui all'art. 122). Cfr., sul punto, Mosca, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, cit., 155 ss. Le caratteristiche strutturali e funzionali dell'accordo dovrebbero rendere ardua la prova contraria anche nella fattispecie di cui alla lett. *d*, ossia i patti "aventi per oggetto o per effetto l'esercizio di un'influenza dominante" su società quotata (o controllante).

"cooperazione per il controllo" incide sulla stessa ricostruzione della fattispecie di patti parasociali rilevanti, anche ai fini della disciplina della pubblicità e della durata (art. 123 t.u.f.). In altri termini, l'accertamento di una cooperazione è requisito ulteriore (ma estraneo alla fattispecie "patto parasociale"), richiesto esclusivamente per la aggregazione da concerto. Non può escludersi, peraltro, quanto meno, la "tentazione" di una rivisitazione generale della fattispecie e della disciplina dei patti parasociali, nel solco già tracciato dalla Consob, sebbene in un diverso (e, come si è visto, assai più rigido) contesto normativo[36].

L'oggetto della prova contraria, mediante rinvio alla "descrizione" della condotta rilevante presente nel comma 4, incide sensibilmente anche sulle ulteriori fattispecie contemplate nel co. 4 *bis*, poiché rende palese la rilevanza non di una mera relazione, bensì della circostanza ulteriore consistente in un *accordo* fra i soggetti menzionati, avente, poi, un particolare oggetto.

Coerente con il superamento della "presunzione assoluta" di concerto è il disposto del nuovo art. 101 co. 4-*ter*, dal cui *incipit* risulta espunta la precisazione "fermo restando il comma 4-*bis*". Il che dovrebbe avere l'effetto di ampliare i margini di intervento della Consob nello stabilire "i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto", se si vuole, anche con effetto, per così dire, "legittimante", rispetto a quanto già previsto nell'attuale art. 44-*quater* del regolamento emittenti, là dove sono contemplate fattispecie di concertazione non rilevante, che, pure, potrebbero essere astrattamente ricondotte a talune delle fattispecie di patti parasociali di cui all'art. 122 T.U.F. (in particolare: patti di consultazione e di voto)[37].

In effetti, nelle fattispecie di esenzione dal concerto, ad assumere rilievo non è tanto l'elemento strutturale e, dunque, la non/riconducibilità a una determinata tipologia astratta, quanto, piuttosto, l'insussistenza del requisito (implicito) ulteriore, consistente nella idoneità a incidere sugli assetti di controllo dell'emittente (con tutta l'ambiguità insita in questa locuzione, che rischia di riesumare l'impostazione della l. n. 149/92)[38].

A risultati, in fondo, sostanzialmente, non troppo dissimili era, d'altronde, pervenuta la Consob, nel tentativo di individuare, sul piano *funzionale*, la nozione di patti parasociali rilevanti, ex art. 122, T.U.F., enfatizzando lo "scopo di dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale (ad es. attraverso accordi sul voto ovvero obblighi di preventiva consultazione) e nello scopo di 'cristallizzare' determinati assetti proprietari

36 La selezione dei patti rilevanti, sulla base di un criterio (la soglia minima) che tiene conto della verisimile incidenza del patto sulle dinamiche del controllo è stata, d'altronde, effettuata dal legislatore, con la novella del 2009 (d. lgs. n. 146/09), che ha inserito il comma 5-*ter* nell'art. 122, T.U.F.

37 Cfr., per il rilievo, Guizzi, *op. cit.*, p. 114; Triscornia, *op. cit.*, p. 509, con particolare riferimento alle forme di "coordinamento" fra azionisti per supportare una lista di candidati alle cariche sociali ovvero per contrastare o favorire l'approvazione di una deliberazione assembleare.

38 Cfr., Triscornia, *op. cit.*, p. 510.

(ad es. attraverso accordi blocco, di prelazione o di covendita)". Donde la conclusione secondo cui sarebbero rilevanti, ai fini degli obblighi di trasparenza, esclusivamente quegli "accordi che, oltre a produrre gli *effetti* indicati dal legislatore, "hanno lo scopo di incidere sugli assetti proprietari e sulla contendibilità del controllo degli emittenti quotati"[39].

In altri termini, il possibile (parziale) svuotamento della presunzione di concerto si pone in linea di continuità con una visione dei patti parasociali da tempo patrocinata dalla Consob e, sostanzialmente, recepita dalla riforma del diritto societario (art. 2341-bis, cod. civ.: "al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società")[40].

Vero è, peraltro, che la modifica dell'art. 101 *bis* segna un evidente tratto di discontinuità, una cesura, rispetto al contesto previgente, comportando il superamento della equiparazione legale fra acquisto da parte di soggetto aderente a un patto parasociale e acquisto di concerto.

4. Cooperazione qualificata e concertazione dell'acquisto.

Sul concetto di *cooperazione* mette conto spendere qualche ulteriore parola.

La disciplina di nuova introduzione, in effetti, parrebbe porre al centro del sistema l'effettiva *cooperazione*, che può assumere un carattere generale (acquisire o rafforzare il controllo) ovvero particolare (contrastare gli obiettivi di un'OPA[41]). La cooperazione deve avere la sua "base" in un *accordo* (anche non formalizzato o inidoneo a produrre gli

39 In questi termini la Comunicazione Consob 18 aprile 2000. n. DIS/29486

40 Nel contesto normativo previgente, cfr. TRISCORNIA, *op. cit.*, con riferimento alle fattispecie in cui, pur sussistendo uno dei patti contemplati dall'art. 122, per le caratteristiche oggettive del patto, "*la cooperazione tra gli aderenti al patto sia strutturalmente priva di una finalità di influenza sul governo societario dell'emittente o sul suo assetto proprietario*". Mette conto ribadire, peraltro, che quanto si osserva nel testo vale, a rigore, soltanto ai fini dell'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria, là dove la Consob ha, per così dire, arricchito la nozione di patto parasociale rilevante, innanzi tutto, ai fini degli obblighi di pubblicità.

41 Parrebbe, non anche *favorire*, non essendo richiamato l'art. 122, co. 5, lett. d *bis* (patti "volti a favorire o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta"). L'ampia formulazione delle fattispecie di cui alle lett. *b-c*, peraltro, potrebbe "intercettare" talune forme di cooperazione per favorire un'offerta, a meno di ritenere preclusa all'interprete siffatta operazione ermeneutica, in ragione della selezione delle finalità rilevanti già effettuata, in termini generali, dal legislatore, nella clausola generale descrittiva di cui al co. 4. In quel contesto, l'obiettivo di contrasto non sembra presupporre la pendenza di un'offerta, potendo consistere anche in una "difesa preventiva", non specificamente rivolta a una determinata offerta.

effetti giuridici programmati[42]) e deve sussistere in concreto. Il che dovrebbe implicare l'irrilevanza di: (i) una oggettiva convergenza di condotte, che non sia attuativa di un accordo; (ii) un accordo non seguito da una condotta attuativa del programma. Sembra, peraltro, ragionevole ipotizzare che la prova (altrimenti assai ardua) di un accordo possa essere desunta, in via indiziaria, da una pluralità di comportamenti "convergenti", che rendano poco plausibile l'ipotesi del "mero parallelismo" di condotte, talora evocato in tema di intese restrittive della concorrenza[43].

Il requisito ulteriore della *specifica finalità* dell'accordo che induce a cooperare dovrebbe escludere la rilevanza del mero dialogo o anche del coordinamento fra le minoranze azionarie, ai fini di un esercizio consapevole dei diritti partecipativi (il voto, *in primis*), in linea con una impostazione già diffusa nel contesto normativo previgente e, d'altronde, avallata dalla disciplina secondaria emanata dalla Consob (art. 44-quater, comma 2, attuativo dell'art. 101-bis, comma 4-ter, lett. b), t.u.f.).

Il problema, come noto, è avvertito e dibattuto alla luce del crescente fenomeno dell'*engagement* degli investitori istituzionali, anche in contesti rilevanti rispetto alla disciplina dell'OPA obbligatoria (si pensi, innanzi tutto, al coordinamento in vista dell'esercizio del voto nelle assemblee convocate ex art. 104 t.u.f., già contemplato dall'art. 44 *quater*, co. 2, lett. *c*, n. 3, reg. emitt., fra le ipotesi di irrilevanza della cooperazione)[44].

Forme di dialogo fra il potenziale offerente e gli investitori istituzionali potrebbero assumere rilievo ai fini della nuova disciplina dei *rumores*, di cui all'art. 102, co. 8, rifor-

42 Al riguardo, sembra doversi ribadire la tesi secondo cui l'accordo assume rilievo come mero *fatto giuridico*, a nulla rilevando il programma negoziale e la sua efficacia giuridica. Questa interpretazione della clausola generale dovrebbe illuminare il significato del riferimento al "patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122" (art. 101, co. 4-*bis*), nel senso di non limitarne la portata ai soli casi di nullità per omessa pubblicità, come pure affermato in passato dalla Consob. Cfr., anche per riferimenti ulteriori, quanto osservato in A. Tucci, *"Acquisto di concerto" e "azione di concerto"*, cit., 927.

43 Un caso "storico" ed emblematico ha riguardato il "caso Tim-Omnitel", deciso da Cons. St., VI, 22 marzo 2001, n. 1699, in *Foro it.*, 2001, III, 394, relativo alla pratica concordata nella fissazione delle tariffe f/m, accertata dalla AGCM (cfr., in particolare, il § 4.3, per la discussione del problema relativo al c.d. "*conscious parallelism*", nell'esegesi dell'art. 2, l. n. 287/90, nel contesto di un mercato oligopolistico, nel solco del *leading case* Corte Giust. CE, C - 89/85, 31.3.93 Woodpulp - Pasta di legno). Per il richiamo a questo ordine di problemi, cfr. Guizzi – Tucci, *Acquisto di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr., Torino, 2011, 263, nel solco di Libonati, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2009, 314. Sul punto, cfr. Mosca, *op. cit.*, 132 ss., pur muovendo da una non del tutto convincente distinzione fra *accordo*, di cui al co. 4, e *patto parasociale*, di cui al combinato disposto del co. 4 bis e dell'art. 122. La "*cooperation*" fra più soggetti costituisce l'elemento caratterizzante la nozione di "*acting in concert*", secondo le *Notes on Rule 9.1.* del *City Code on Takeovers and Mergers* , che ricorre alle locuzioni di "*agreement*" or "*understanding*", con la precisazione che quest'ultima può essere "*whether formal or informal*". Nella disciplina domestica, un indizio in tal senso è desumibile dal riferimento a un accordo (espresso o) *tacito*.

44 Cfr. il *public statement* di ESMA, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, 8 February 2019, ESMA31-65-682.

mato, che ha recepito dal modello anglosassone la regola del c.d. *put up or shut up*. Non può escludersi, d'altronde, che il coordinamento ponga anche problemi di possibile accertamento di una cooperazione rilevante. Probabilmente, in principio, da escludere, perché non "qualificata", pur potendosi ammettere una diversa valutazione in concreto.

L'art. 109 continua a prevedere un obbligo solidale di offerta/acquisto in capo alle persone che agiscono di concerto, allorché vengano a detenere una partecipazione aggregata ultra-soglia "*a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi*" (ovvero "*a seguito di maggiorazione, anche a favore di uno solo di essi, dei diritti di voto, qualora essi vengano a disporre di diritti di voto in misura superiore alle percentuali indicate nell'articolo 106*").

Se, dunque, il concerto è ora sempre una cooperazione qualificata, i concertanti continuano a rispondere in solido degli acquisti di ciascuno e, dunque, non dovrebbero essere ammessi a provare la non concertazione nell'acquisto rilevante, ma solo di non essere concertanti, perché non cooperanti, nonostante il legame che li avvince. In altri termini, ove emerga la prova dell'avvenuta conclusione di un accordo, ai sensi del co. 4, non assumerà valore esimente la circostanza che l'acquisto rilevante per il superamento della soglia complessivamente riferibile alle parti sia stato posto in essere da taluna all'insaputa (o anche contro la volontà) delle altre e, dunque, non sia stato, in concreto, concertato.

Questa interpretazione, peraltro, rende quanto mai arduo (se non proprio "diabolico") l'onere della prova "a discarico", in quanto avente ad oggetto un fatto negativo, che non è sempre inerente alla relazione rilevante (si pensi ai patti di voto ovvero al rapporto fra società e amministratori/direttore generale), pur potendosi, ovviamente, valorizzare la prova del "fatto positivo contrario" o per presunzioni[45]. Il che potrebbe svuotare di contenuto la disposizione di nuova introduzione o, comunque, ridimensionarne la portate innovativa, nella prassi.

A diverse conclusioni si perverrebbe ove si accogliesse un'interpretazione, in virtù della quale la cooperazione rilevante deve essere riferita (anche) all'acquisto della partecipazione che comporta il superamento della soglia. In altri termini, i soggetti sospettati di cooperare potranno dimostrare che lo specifico acquisto non è stato concordato per acquisire o rafforzare il controllo ovvero per ostacolare un'offerta pendente (o anche futura ed eventuale), presentando una diversa e credibile giustificazione.

Questa diversa interpretazione comporterebbe conseguenze di non poco momento, ad esempio, rispetto al problema "cruciale" della condivisione dell'acquisto e della successiva gestione della partecipazione rilevante, rendendo problematica la figura del

45 Cfr., di recente, Cass., 14 ottobre 2025, n. 27463, relativa al problema della prova della mancata conclusione di un contratto scritto, ex art. 117 T.U.B. da parte del correntista che contesti la legittimità degli addebiti, anche per il tentativo di "armonizzare" la regola enunciata con quella (apparentemente) contrastante di cui a Cass., 9 marzo 2021, 2021, n. 6480, per l'ipotesi di allegazione, da parte dell'attore, dell'avvenuta conclusione del contratto "*verbis tantum*".

concertista "*malgré soi*", chiamato a rispondere "in solido" anche per condotte non programmate e finanche "dissonanti", poste in essere da un soggetto cui risulti avvinto da una delle "relazioni pericolose" elencate nell'art. 101, co. 4 *bis*[46].

Pur non potendosi escludere una diversa conclusione, in concreto, appare preferibile, in termini generali, una lettura della disposizione in esame che riferisca la cooperazione, genericamente, al controllo o all'offerta, piuttosto che allo specifico acquisto di azioni, valorizzando la lettura congiunta dell'art. 101 bis, co. 4, e dell'art. 109, nel senso che il primo individua i soggetti potenzialmente tenuti a promuovere l'offerta e il secondo i presupposti perché sorga l'obbligo solidale (*i.e.*, l'acquisto, anche isolato e non concordato, che determina il superamento della soglia, in virtù dell'aggregazione delle partecipazioni riferibili ai concertanti). Depone in tal senso anche la circostanza per cui – come sopra ricordato –, ai sensi dell'art 109 (così come novellato nel 2014 e rimasto invariato, sul punto), l'obbligo solidale di acquisto in capo alle persone che agiscono di concerto può sorgere anche "*a seguito di maggiorazione, anche a favore di uno solo di essi, dei diritti di voto, qualora essi vengano a disporre di diritti di voto in misura superiore alle percentuali indicate nell'articolo 106*".

L'autonomia della concertazione dall'acquisto rilevante, d'altronde, parrebbe trovare riscontro nella nuova disciplina dell'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci (art. 112-*bis*), con riferimento al *quorum* speciale dell'assemblea straordinaria, convocata per *deliberare* la cessione delle azioni.

Ai sensi del co. 5, la deliberazione deve essere approvata con il voto favorevole di almeno tre quarti del capitale sociale rappresentato in assemblea. La deliberazione richiede, altresì, il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi:

a) dal socio che abbia presentato la proposta e dalle persone che *agiscono di concerto* con il medesimo, se già azionisti della società;

b) dal socio o dai soci che detengano, *anche di concerto tra loro*, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore a un decimo del capitale sociale.

Al riguardo, mette conto osservare che la riscrittura dell'art. 101 *bis* avrebbe, forse, reso preferibile la previsione, nella lett. *a*, di un più ampio riferimento alle "parti interessate", ex art. 101 bis, co. 4 *quater*, forse, più consono al diverso contesto di una deliberazione approvata con il voto favorevole anche dei soci, appunto, *non interessati*. In effetti, a seguito della riforma, non necessariamente agiscono di concerto i soggetti aderenti a un patto parasociale rilevante ex art. 122, pur essendo senz'altro "parti interessate".

46 Sul punto, cfr. Viandier, *OPA, OPE et autre offres publiques*, Paris, 2006, 233, nonché 256, con riferimento al valore giuridico delle "dichiarazioni scritte" dei soggetti interessati, in merito alla insussistenza di una azione di concerto, soprattutto allorché "rafforzate" da un impegno formale "*de non-concertation*".

Vero è, d'altronde, che le locuzioni "di concerto" o "concertato/a" evidenziano una certa polisemia, come si evince da una rapida rassegna dei "luoghi" in cui ricorrono, innanzi tutto (ma non soltanto) nel Testo Unico[47]. Così, ai fini degli obblighi di comunicazione (alla Banca d'Italia) della acquisizione o cessione di partecipazioni rilevanti in intermediari finanziari (Sim, SGR, Sicav, Sicaf), ai sensi dell'art. 15 T.U.F. In particolare, l'art. 15 bis attribuisce rilevanza alla acquisizione o detenzione di partecipazioni qualificate da parte di più soggetti, i quali, in virtù di un accordo, "*intendono esercitare in modo concertato i relativi diritti*". Il riferimento all'esercizio concertato del voto è presente anche nella disciplina degli obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti in società bancarie, ai sensi dell'art. 20, co. 2, T.U.B., nonché degli "accordi di voto" nelle società di assicurazione o di riassicurazione (art. 70, cod. assic.).

Il che conferma la necessità di "adattare" la nozione di "concerto" alle finalità perseguite dal legislatore, rispettivamente, rispetto alla disciplina dell'OPA obbligatoria e rispetto a quella degli assetti proprietari (di emittenti quotati e/o operanti in mercati regolati)[48].

Un cenno merita, infine, l'espunzione, dalla definizione di "persone che agiscono di concerto", del riferimento ad accordi per *mantenere* il controllo dell'emittente.

Nella relazione tecnica si legge, in proposito, che la modifica sarebbe dettata dall'esigenza di adeguare la definizione domestica a quella comunitaria, che non contempla siffatta fattispecie.

Critiche, al riguardo, sono state espresse nel corso dei lavori parlamentari, in termini di indebolimento dei poteri di vigilanza e di intervento della Consob, rispetto a possibili condotte elusive dell'obbligo di offerta, da parte di una coalizione finalizzata a mantenere fermo il controllo di uno degli aderenti[49].

In realtà, come sopra rilevato, il problema del raccordo con la Direttiva è in radice, posto che il concerto comunitario è *qualitativamente* diverso, poiché contempla esclusivamente la cooperazione con l'offerente o con l'emittente, poi, al fine di "ottenere" (dunque: né "mantenere", né "rafforzare") il controllo ovvero al fine di contrastare gli obiettivi *dell'offerta* (non anche di una futura ed eventuale offerta).

47 A livello di fonti comunitarie, rileva il disposto dell'art. 10, co. 1, lett. *a* della Dir. 2004/109/CE (c.d. *Transparency*), che, ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, contempla la fattispecie dello "esercizio concertato dei diritti di voto". La non coincidenza fra la nozione di "concerto" rilevante nella Direttiva OPA e in quella "*Transparency*" conferma quanto si osserva nel testo, in merito alla non sovrapponibilità degli istituti regolati.

48 La formulazione dell'art. 112 *bis*, co. 5, lett. *b*, peraltro, potrebbe legittimare il dubbio di una polisemia presente finanche nell'ambito dell'istituto dell'OPA obbligatoria. Il riferimento al socio o ai soci che detengano "anche di concerto fra loro", in effetti, parrebbe più affine, quanto alla sua formulazione, alle disposizioni relative agli obblighi di comunicazione menzionate nel testo, piuttosto che a quella di cui all'art. 101 *bis*, co. 4.

49 Cfr. "Proposta alternativa di parere del gruppo partito democratico – Italia democratica e progressista presso le commissioni riunite II e VI", nella riunione del 17 febbraio 2026.

A seguito del recepimento della Direttiva OPA, d'altronde, la Consob aveva osservato - in sede di consultazione per l'emanazione della nuova disciplina attuativa - che nel testo dell'art. 101 bis erano state incluse le *ulteriori* (rispetto al dettato comunitario) ipotesi di cooperazione volte a "rafforzare" o "mantenere" il controllo di un emittente quotato, onde tener conto del più vasto ambito di applicazione della disciplina nazionale delle offerte pubbliche di acquisto, in base alla quale l'azione di concerto può assumere rilievo anche in presenza di un soggetto che già detiene il controllo (c.d. OPA da consolidamento, ex art. 106, comma 3, lett. b)[50].

Non sembra, dunque, che l'obiettivo (non contemplato dalla Direttiva) di "armonizzazione massima" giustifichi la novella, la cui portata applicativa, peraltro, potrebbe, forse, essere ridimensionata, quanto meno, nei casi in cui la finalità di *mantenere* il controllo dell'emittente possa essere ricompresa in quella di *contrastare* il conseguimento degli obiettivi di un'offerta (anche non ancora pendente[51]). Si pensi, ad esempio, a un sindacato di blocco concluso con il socio titolare della partecipazione di maggioranza relativa o, comunque, da tanti soci che, congiuntamente, rappresentino una soglia di partecipazione che attribuisca il controllo di fatto dell'emittente. Non altrettanto può dirsi, peraltro, in altre fattispecie ipotizzabili, quali, ad esempio, accordi aventi ad oggetto l'esercizio del voto in assemblea o, comunque, non concernenti il trasferimento delle azioni, rispetto ai quali si potrà, eventualmente accertare una finalità di (o anche una oggettiva idoneità a) *rafforzare* il controllo dell'emittente[52].

5. Conclusioni.

La riforma ha il pregio di accrescere la flessibilità applicativa delle regole sul concerto, in funzione dell'effettivo perseguimento della *ratio* ad esse sottesa, senza rinunciare del tutto a una sia pur parziale semplificazione della fattispecie rilevante, al fine di prevenire o contenere il rischio di condotte elusive, che possano sfuggire al controllo della Consob o dell'autorità giudiziaria, anche soltanto per difficoltà di carattere probatorio. In questo contesto, appare apprezzabile l'emersione di una distinzione concettuale e, ora, giuridica, fra la trasparenza degli assetti proprietari e la disciplina dell'OPA obbligatoria, in ragione della soltanto parziale sovrapponibilità del tipo di problema contem-

50 Cfr. Consob, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, all. 6, p. 3.

51 Il riferimento agli "impegni a non aderire ad un'offerta" è stato inserito nell'elenco dei patti parasociali dal d. lgs. n. 229/07, verisimilmente, anche al fine di sancirne espressamente la "caducità", *ex* art. 123 T.U.F., pur essendo, probabilmente, già desumibile dal disposto dell'art. 122, co. 5, lett. *c*. Al contempo, la disposizione in esame sembra offrire un esempio di "ostacolo preventivo" (ancorché "giuridicamente effimero") a un'offerta futura ed eventuale, riconducibile alla finalità di *ostacolare*, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 101-*bis*, co. 4.

52 Al riguardo, mette contro osservare che la distinzione fra *mantenere* e *rafforzare* il controllo può apparire labile e problematica, sfumando in una endiadi, sebbene, a livello logico, il *rafforzamento* dovrebbe implicare l'incremento di un potere preesistente (principalmente, in termini di diritto di voto in assemblea). Sul punto, cfr. Mosca, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, cit., 142 ss.

plato e regolato dai due istituti.

Il diverso contenuto dell'onere della prova per chi contesta il concerto[53], d'altronde, potrebbe avere l'effetto di rendere più problematico e, per così dire, opinabile l'accertamento concreto dell'acquisto di concerto. E ciò anche in ragione della centralità che viene ora ad assumere la specifica *finalità* dell'accordo posto a base della cooperazione, in virtù del coordinamento fra la clausola generale, di cui all'art. 101 *bis*, co. 4, e le successive fattispecie elencate nel co. 4 *bis*.

Il che potrebbe condurre anche a un aumento del contenzioso, innanzi tutto, rispetto alla segnalata distinzione fra "cooperazione per il controllo" e "gestione (futura) della partecipazione", nonché alla prova dell'avvenuta conclusione di un patto parasociale occulto, appunto, in ragione del rilievo che il legislatore parrebbe ora di attribuire al profilo *funzionale/finalistico* dei patti parasociali, ove posti a fondamento dell'obbligo di offerta "da concerto" fra (effettivi) "cooperanti"[54].

53 *l.e.*: non più (soltanto) l'insussistenza di uno dei rapporti elencati dal legislatore, bensì l'insussistenza della cooperazione.

54 Il problema evocato nel testo può risultare ulteriormente complicato dall'ambiguità del participio "*volto*", riferito all'accordo, che parrebbe, in effetti, evocativo di una *finalità* e, dunque, suscettibile di riproporre, in sede ermeneutica, la contrapposizione "classica" fra *motivi*, *causa concreta* ed *effetti*, già presente nella più volte menzionata *Comunicazione Consob* del 18 aprile 2000. Sul punto si rinvia a quanto osservato in A. Tucci, *Patti parasociali e* governance *nel mercato finanziario*, cit., 68 e nota 48, ove l'opzione per una interpretazione in senso obiettivo della locuzione (se possibile, ancora più ambigua) presente nell'art. 2341-*bis*, cod. civ. ("al fine di"). La problematica distinzione – proprio ai fini dell'applicazione della disciplina del concerto – fra finalità/funzione del patto e finalità dei paciscenti trova riscontro nella citata sentenza di TAR Lazio, n. 8835/08 (*supra*, nota 11), come rilevato in A. Tucci, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, cit., 1579, nota 89. Sul punto cfr. l'analisi di Donativi, *Patti parasociali*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Buonocore, diretto da Costi, Torino, 2022, 264 ss., ove si valorizza, in termini obiettivi, la *idoneità* del patto a produrre gli effetti indicati dal legislatore, alla luce dell'assetto concreto delle pattuizioni.

L'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci

Matteo De Poli
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Padova

Sommario: 1. Oggetto ed obiettivi della riflessione. – 2. Acquisto totalitario autorizzato e *scheme of arrangement* nei sistemi di *common law*: analogie e differenze. – 3. La procedura di acquisizione tra art. 112-*bis* t.u.f. e modelli di *common law*. – 3.1. Segue: proposta, relazione illustrativa, ruolo degli indipendenti e assemblea. – 4. Il corrispettivo e i poteri correttivi di Consob. – 5. Conclusioni.

1. Oggetto ed obiettivi della riflessione

Il presente contributo intende esaminare l'istituto dell'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci introdotto dal nuovo art. 112-*bis* t.u.f.[01] in chiusura della sezione del Testo unico dedicata alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie[02].

A dispetto del titolo della sezione ove è collocato, l'articolo in commento non disciplina però un'offerta pubblica d'acquisto ma un «acquisto totalitario su autorizzazione dei soci», ossia la possibilità ora concessa alle società italiane quotate di deliberare la vendita della totalità delle proprie azioni ad un soggetto indicato dall'organo amministra-

01 La disposizione in esame è stata inserita nel Testo unico dall'art. 5, comma 1, lett. *n)*, del decreto legislativo 27 marzo 2026, attuativo dell'art. 19 della Legge Capitali. Ricordo che la Legge delega n. 21 del 5 marzo 2024, all'art. 19, comma 2, lett. *f)*, ha impegnato il Governo a riformare il Testo unico della finanza attraverso «il riordino, il coordinamento e l'aggiornamento della disciplina in materia di [...] appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio».

02 L'art. 112-*bis* è collocato nella Parte quarta del Testo unico recante la «Disciplina degli emittenti», al titolo II «Appello al pubblico risparmio», capo II «Offerte pubbliche di acquisto o di scambio», sezione II «Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie». Per una prima indagine sull'articolo in commento si v. M.L. Passador, *L'art. 112-*bis *t.u.f. come* courtless scheme of arrangement: *nodi problematici*, in *Società*, 2025, 1304 ss.

tivo, come nelle OPA totalitarie, con conseguente *delisting*[03]. Come nelle OPA, inoltre, questo istituto prevede la corresponsione di un prezzo unitario per azione, sottoposto a regole di equità e di parità di trattamento tra soci. La logica è pertanto quella tipica dell'offerta pubblica: tutti i titolari di strumenti partecipativi hanno diritto a un corrispettivo omogeneo, determinato in forza di criteri di valutazione oggettivi (precedenti transazioni, valori di mercato, ecc.), analogamente a quanto accade per il prezzo nelle OPA obbligatorie.

Già da questo primo dato emerge l'ambiguità strutturale dell'istituto. L'acquisto totalitario autorizzato dai soci non è un'offerta pubblica d'acquisto, perché non si fonda su una pluralità di adesioni individuali alla proposta dell'offerente; ma neppure è una comune operazione straordinaria, perché il suo effetto economico principale consiste nel trasferimento totalitario delle partecipazioni a un acquirente predeterminato, con uscita coattiva dei soci dissenzienti. La fattispecie si colloca dunque in una zona intermedia, nella quale tecniche del diritto delle offerte pubbliche, categorie del diritto societario deliberativo e strumenti di tutela delle minoranze vengono ricomposti in un procedimento unitario.

Diversamente dall'OPA classica, in cui il baricentro sono l'iniziativa unilaterale dell'offerente e le adesioni individuali dei soci, l'acquisto totalitario è strutturato come una procedura – guidata dalla società *target*[04], a differenza di quanto accade nell'OPA ove il processo è guidato dal *bidder* – che si conclude con una deliberazione assembleare della società oggetto di interesse, con *quorum* e maggioranze qualificati, in ciò avvicinandosi alla fusione. Da questa si differenzia, però, perché non contempla un'estinzione e una successione universale in un patrimonio[05]. Come nella fusione, però, anche in questo caso è l'assemblea straordinaria il luogo dove si forma la volontà collettiva che autorizza il trasferimento coattivo delle partecipazioni. La procedura è collettiva perché non è costruita su una somma di adesioni individuali dei soci ma, come detto, su una deliberazione assembleare. Si tratta, dunque, di un puro procedimento societario

03 Un acquisto totalitario può realizzarsi anche in caso di OPA non totalitaria, raggiungimento della soglia del 90% ed esercizio del diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111 del t.u.f. novellato. Sulla congruità di tale soglia si v. A. Sacco Ginevri, *Opa e* delisting, in *Riv. soc.*, 2022, 937 ss.

04 Al comma 1 dell'art. 112-*bis* si usa il verbo "individuare" («di far acquistare a un soggetto individuato dall'organo amministrativo»). La disciplina dettata dall'art. 112-*bis*, comunque, opererà tanto nel caso in cui l'organo amministrativo sia stato così proattivo da individuare l'offerente quanto nel caso contrario, ossia nel caso in cui l'organo amministrativo porti in assemblea una proposta di un soggetto che si è reso autonomo promotore del contatto.

05 Esula dai limitati fini di questa relazione il complesso e dibattuto tema della natura della fusione. Basti qui ricordare, che dopo l'arresto del 2021 delle Sezioni unite (Cass. civ., Sez. un., 30 luglio 2021, n. 21970, in *Società*, 2021, 1193 ss., con nota di O. Cagnasso, *Le Sezioni unite sugli effetti della fusione: un ritorno al passato?*, 1204 ss.), la tesi prevalente è quella che vede la fusione, sul piano organizzativostrutturale, come una vicenda modificativa dell'atto costitutivo/statuto delle società partecipanti, e sul piano soggettivo e patrimoniale, un procedimento che comporta l'estinzione della società incorporata e la successione a titolo universale della incorporante in tutti i rapporti attivi e passivi, inclusi quelli processuali.

ove il consenso della maggioranza (qualificata) dei soci vincola la minoranza non consenziente, i cui componenti sono obbligati a trasferire le proprie azioni all'acquirente in cambio del corrispettivo offerto.

L'istituto ha dunque natura ibrida. Per un verso, riproduce il modello dell'OPA totalitaria: acquisto di tutte le azioni, corrispettivo in denaro, regole di equità e parità di trattamento, controllo di Consob ed obblighi informativi di mercato. Per altro verso, adotta una struttura decisionale che ricorda le fusioni: procedura collettiva imperniata sull'assemblea straordinaria, efficacia vincolante per tutti i soci, effetto simile a uno *squeeze-out* generalizzato e funzione di riorganizzazione societaria o di gruppo. Ne discende che si è in presenza di una figura che, pur conservando la forma dell'acquisto di partecipazioni, funziona in concreto come un'operazione straordinaria di riassetto, nella quale la tutela del prezzo si innesta su una decisione collettiva vincolante[06].

La Relazione illustrativa che accompagna la riforma indica che la disposizione in commento è stata elaborata riprendendo e adattando alle peculiarità del nostro sistema normativo «lo *scheme of arrangement* di taluni ordinamenti di *common law*, utilizzato anche per la vendita di partecipazioni in società quotate (e, a tal fine, regolato pure dal *Takeover Code*)». Si tratta, come evidenzia sempre la Relazione illustrativa, «di uno strumento che ha dato all'estero buona prova di sé e che consente, sotto questo riguardo, di allineare il nostro sistema alle migliori pratiche internazionali»[07]. Va precisato, però, che nell'ordinamento inglese così come in quello degli altri paesi di *common law* le cui prassi sono richiamate nella Relazione illustrativa, non vi è una previsione simile all'art. 112-*bis*. Il legislatore italiano, pertanto, non ha ripreso pedissequamente una disposizione di un altro ordinamento ma, piuttosto, si è ispirato all'istituto dello *scheme of arrangement* selezionando e ricomponendo funzioni presenti in più modelli: la capacità dello *scheme* di produrre un effetto vincolante per tutti i soci, la centralità della deliberazione collettiva, la tutela del corrispettivo propria delle offerte pubbliche e, infine, il controllo amministrativo tipico del diritto dei mercati finanziari.

Ciò detto, cercherò di illustrare la nuova fattispecie introdotta con l'art. 112-*bis* confrontandola con le principali prassi internazionali e, in particolare, con quelle inglesi

06 Secondo M.L. Passador, *op. cit.*, 1306, l'istituto configura, nella sostanza, una "OPA senza mercato". La formula appare condivisibile se intesa non come assimilazione dell'acquisto totalitario all'OPA, ma come indicazione della traslazione, all'interno di un procedimento deliberativo endosocietario, di alcune garanzie proprie dell'offerta pubblica: parità di trattamento, trasparenza informativa, congruità del corrispettivo e controllo dell'autorità di mercato.

07 A suggerire l'introduzione di una previsione di questo tipo, seppure a livello comunitario, fu L. Enriques, *A new EU business combination form to facilitate cross-border M&A: The compulsory share exchange*, in *European company law*, 2014, 214 ss.

codificate all'interno del *Companies Act* e nel *Takeover Code* curato dal *Takeover Panel*[08].

2. Acquisto totalitario autorizzato e scheme of arrangement nei sistemi di common law: analogie e differenze

Il primo comma dell'art. 112-*bis* stabilisce che le società italiane quotate «possono decidere, con deliberazione dell'assemblea straordinaria, di far acquistare a un soggetto individuato dall'organo amministrativo la totalità delle azioni della società stessa». Per contro, nello *scheme of arrangement* dei paesi di *common law*[09] la società propone ai suoi azionisti di aderire ad un "accordo" (c.d. *arrangement*)[10] in base al quale le loro azioni saranno acquistate da un soggetto terzo (c.d. *transfer scheme*); o saranno cancellate[11] per poi effettuare una nuova emissione azionaria a favore di un soggetto terzo, il cui conferimento andrà a rimborsare gli ex azionisti (c.d. *cancellation scheme*). La produzione degli effetti voluti dal proponente postula l'adesione di una determinata percentuale di azionisti *e la ratifica dell'autorità giudiziaria*: solo in questo modo l'accordo diverrà vincolante anche per coloro i quali non vi hanno aderito[12].

Balza agli occhi come nel sistema inglese (ma non solo in quello) il procedimento preveda la necessità di ratifica dell'autorità giudiziaria, assente nel modello italiano: differenza di gran rilievo su cui tornerò a breve, salvo indicare fin d'ora che non si tratta di differenza meramente procedimentale. Nello *scheme*, infatti, il controllo giudiziale

08 Al fine di chiarire la portata dei due atti normativi appena richiamati ed il rapporto che intercorre tra essi, il *Companies Act* contiene la disciplina di rango primario in materia di società, incluse quelle quotate. Il *Takeover Code*, invece, è un atto di rango secondario che si occupa di offerte pubbliche d'acquisto e di scambio, emanato dal *Panel on Takeovers and Mergers* (anche detto *Takeover Panel*), su delega del *Companies Act* (§§ 942 ss.). Il testo aggiornato del *Companies Act* è consultabile all'indirizzo *https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46*, quello del *Takeover Code* all'indirizzo *https://code.thetakeoverpanel.org.uk/tp*.

09 In arg., si v. G. O'Dea, J. Long ed A. Smyth, *Schemes of arrangement. Law and practice*, Oxford, 2012, 157 ss. e 203 ss.; e J. Payne, *Schemes of arrangement. Theory, structure and operation*, Cambridge, 2ª ed., 2021, 102 ss.

10 Sia consentito, per ragioni di chiarezza espositiva, tradurre *arrangement* con "accordo" nella consapevolezza che, come si vedrà a breve, si tratta di un'espressione dal significato molto ampio.

11 Si v. però quanto si scriverà con riguardo alla cancellazione alla nt. 19.

12 Si legge in *Sea Assets Ltd v PT Garuda Indonesia* [2001] EWCA Civ 1696, che «It has been the legislative policy for well over a century to encourage compromises and arrangements between a company and its creditors or members. That has been achieved by the enactment of a statutory mechanism to enable the absence of consent of minority credtrors or members ro be overcome, provided that a sufficient number of the relevant creditors or members agree with the proposed compromise or arrangement and the court gives its approval. If that occurs, then the dissentient minority will be bound by that compromise or arrangement. That of course in the case of a creditor is an encroachment on his right to be paid what he is owed in accordance with the contractual terms. But the utility of che statutory mechanism is particularly obvious in a case where a company is in financial difficulties but can persuade most, but not all, of the relevant creditors that the company's debts should be restructured rather than that those creditors should exercise their rights, including the right to pur the company into liquidation» (§ 2). La pronuncia è consultabile all'indirizzo *https://vlex.co.uk/vid/assets-ltd-v-perusahaan-792812937*.

costituisce la fonte ultima di legittimazione dell'effetto vincolante nei confronti dei dissenzienti; nell'art. 112-*bis*, invece, tale effetto discende dalla deliberazione assembleare, assistita da presidi regolatori e amministrativi. La questione non è dunque solo chi controlli l'operazione, ma quale tipo di controllo sia ritenuto sufficiente a rendere giuridicamente accettabile l'espropriazione privata del socio dissenziente a fronte di un corrispettivo predeterminato.

Tuttavia, ciò non deve portare a sottovalutare come l'idea di fondo sia la stessa in entrambi i modelli: prevedere un trasferimento totalitario delle azioni che non consegue ad un'iniziativa unilaterale dell'offerente indirizzata agli azionisti della società *target* come accade nelle offerte pubbliche d'acquisto comuni (ossia, quelle "ostili"), ma che è il risultato di un'iniziativa coordinata tra acquirente e *target*, promossa dall'organo amministrativo di quest'ultima ed approvata dalla sua assemblea straordinaria[13].

Nel *Companies Act*, la disciplina degli *scheme of arrangement* è collocata alla parte 26 (§§ 895 ss.). Qui, invero, il loro utilizzo nelle operazioni di acquisizione non è menzionato ed è stata la prassi – che progressivamente si è consolidata – ad impiegarli in tale senso. Infatti, la § 895 stabilisce che le previsioni della parte 26 si applicano agli *arrangement* tra società e creditori sociali[14], o tra la prima e i suoi azionisti, e, successivamente, nel definire il concetto di *arrangement*, stabilisce soltanto che questo «includes a reorganisation of the company's share capital by the consolidation of shares of different classes or by the division of shares into shares of different classes, or by both of those methods»[15]. Tuttavia, secondo dottrina e giurisprudenza[16], tale definizione non è tassativa: essa include l'ipotesi che un *arrangement* possa essere utilizzato per consolidare diverse classi di azioni o dividere le azioni in classi diverse ma non preclude la possibilità di utilizzarlo per altri scopi, come appunto per le operazioni di acquisizione. Ed infatti, a conferma di quanto detto, nel 2007 è stata introdotta nel *Takeover Code* la *Appendix* 7, dedicata proprio agli *scheme of arrangement* di nostro interesse e a stabilire in che misura le previsioni del *Code* si applicano o meno ad essi[17].

13 Per una distinzione tra le due operazioni v. M.L. Passador, *op. cit.*, 1308.

14 Da qui il loro utilizzo anche in situazioni di difficoltà finanziaria della società *target*.

15 Più precisamente, la § 895 stabilisce che «1. The provisions of this Part apply where a compromise or arrangement is proposed between a company and (a) its creditors, or any class of them, or (b) its members, or any class of them. 2. In this Part "arrangement" includes a reorganisation of the company's share capital by the consolidation of shares of different classes or by the division of shares into shares of different classes, or by both of those methods; [...]»

16 Per la dottrina, si v. G. O'Dea, J. Long ed A. Smyth, *op. cit.*, 35 ss.; e J. Payne, *op. cit.*, pp. 21 ss. Per la giurisprudenza, si v. *Re Lehman Brothers International (Europe) (in administration) (No. 2)* [2009] EWCA Civ 1161, § 29, secondo cui «There is no statutory definition of [...] "arrangement" for the purposes of Part 26» (il testo della pronuncia citata è consultabile all'indirizzo *https://www.pwc.co.uk/assets/pdf/lehman-091109-judgment.pdf*).

17 Il testo dell'*Appendix* 7 è consultabile all'indirizzo *https://code.thetakeoverpanel.org.uk/tp/apps/app-7.html*. L'atto con il quale è stata introdotta, invece, può essere consultato all'indirizzo *https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/rs200701.pdf*.

Le riflessioni finora proposte non cambiano se guardiamo ad altri ordinamenti di *common law*, come, ad esempio, quello canadese: qui la § 192 del *Canada Business Corporations Act*[18] offre una definizione molto più ricca di *arrangement*, stabilendo che essa «includes: *(a)* an amendment to the articles of a corporation; *(b)* an amalgamation of two or more corporations; *(c)* an amalgamation of a body corporate with a corporation that results in an amalgamated corporation subject to this Act; *(d)* a division of the business carried on by a corporation; *(e)* a transfer of all or substantially all the property of a corporation to another body corporate in exchange for property, money or securities of the body corporate; *(f)* an exchange of securities of a corporation for property, money or other securities of the corporation or property, money or securities of another body corporate; *(f.1)* a going-private transaction or a squeeze-out transaction in relation to a corporation; *(g)* a liquidation and dissolution of a corporation; and *(h)* any combination of the foregoing». Qui, l'elenco stilato dal legislatore contempla espressamente diverse ipotesi di trasferimento di partecipazioni sociali.

Se ne ricava la convinzione che lo *scheme of arrangement* cui il legislatore italiano si è ispirato non si esaurisce in un'operazione societaria specifica – una modifica statutaria, una fusione, una riorganizzazione del capitale sociale o, nel nostro caso, il trasferimento della proprietà della società in capo ad un unico soggetto – essendo ispirato all'esigenza di garantire la massima libertà creativa agli operatori economici. Per contro, l'art. 112-*bis* t.u.f. può servire alla realizzazione di una ipotesi specifica, ossia quella del trasferimento di partecipazioni (il già citato *transfer scheme*)[19], per di più solo con corrispettivo in denaro, a differenza degli *scheme* ove è pacificamente ammesso il corrispettivo in natura.

18 Il C*anada Business Corporations Act* è consultabile all'indirizzo *https://www.canlii.org/en/ca/laws/stat/rsc-1985-c-c-44/latest/*.

19 Peraltro, va rilevato come il legislatore inglese nel 2015 abbia proibito il *cancellation scheme* intervenendo sulla § 641 del *Companies Act* [attraverso *Companies Act* 2006 (*Amendment of Part 17*) *Regulations* 2015], il quale ora prevede che «2.A. A company may not reduce its share capital under subsection (1)(a) or (b) as part of a scheme by virtue of which a person, or a person together with its associates, is to acquire all the shares in the company or (where there is more than one class of shares in a company) all the shares of one or more classes, in each case other than shares that are already held by that person or its associates». La ragione di tale previsione è fiscale e serve ad impedire l'uso dei *cancellation scheme* nelle operazioni di *takeover* come mezzo per eludere la *Stamp Duty Reserve Tax* sulle azioni. La § 641(2A) del *Companies Act* 2006 preclude dunque la riduzione del capitale ai sensi della *subsection* (1)(a) o (b) quando essa costituisca parte di uno *scheme* in forza del quale un soggetto, da solo o con i propri *associate*, acquisisce l'intero capitale della società o l'intero capitale di una o più classi, al netto delle azioni già detenute. La *subsection* (2B) salva tuttavia le operazioni di mera ristrutturazione consistenti nell'interposizione di una nuova *holding*, purché gli azionisti della società originaria divengano, in tutto o sostanzialmente in tutto, azionisti della *holding* in proporzioni uguali o sostanzialmente uguali. Originariamente il riferimento era agli *scheme* della Part 26; nel testo oggi vigente, per effetto di modifiche successive, la definizione di *scheme* include anche la Part 26A. In arg., si v. spec. J. Payne, *op. cit.*, pp. 107 ss.

3. La procedura di acquisizione tra art. 112-bis t.u.f. e modelli di common law.

Guardando ancora ai paesi di *common law*, affinché l'accordo di acquisizione abbia efficacia nei confronti di tutti gli azionisti, le §§ 869 e 899 del *Companies Act* inglese prevedono che[20]: *(i)* la società chieda all'autorità giudiziaria la convocazione dell'assemblea dei soci; *(ii)* l'accordo sia approvato con una duplice maggioranza, ossia con il voto favorevole della maggioranza dei presenti in assemblea e di almeno il 75% del capitale presente; *(iii)* l'accordo così approvato sia omologato (*sanctioned*) dall'autorità giudiziaria[21]; *(iv)* l'omologa dell'autorità acquisti efficacia con la ricezione[22] da parte del registro delle imprese.

Il potere della Corte è sostanziale, non meramente formale. Essa deve accertare che i requisiti di legge siano stati rispettati, che la classe (azionisti o creditori) sia stata adeguatamente rappresentata e che lo *scheme* sia equo e ragionevole. Può rifiutare l'omologazione dello *scheme*, anche nel caso in cui questo sia stato approvato dalla maggioranza richiesta, qualora ritenga la proposta impropria o iniqua. Il giudice ha poi il potere discrezionale di ordinare la convocazione delle assemblee; può approvare lo *scheme* subordinatamente alle modifiche o alle condizioni che ritenga necessarie; può autorizzare forme di assistenza finanziaria che, altrimenti, potrebbero essere vietate dal *Companies Act*.

I rigetti sono rari, ma la rarità del diniego di omologazione non rende marginale il ruolo della Corte. Al contrario, proprio la possibilità di un sindacato elastico di *fairness* e *reasonableness* contribuisce a disciplinare *ex ante* il comportamento degli operatori e a

20 La § 896 del *Companies Act* prevede che «1. The court may, on an application under this section, order a meeting of the creditors or class of creditors, or of the members of the company or class of members (as the case may be), to be summoned in such manner as the court directs. 2. An application under this section may be made by (a) the company [...]». Il successivo § 899 stabilisce che: «1. If a majority in number representing 75% in value of the creditors or class of creditors or members or class of members (as the case may be), present and voting either in person or by proxy at the meeting summoned under § 896, agree a compromise or arrangement, the court may, on an application under this section, sanction the compromise or arrangement. 2. An application under this section may be made by (a) the company, (b) any creditor or member of the company [...]. 3. A compromise or arrangement sanctioned by the court is binding on (a) all creditors or the class of creditors or on the members or class of members (as the case may be), and (b) the company or, in the case of a company in the course of being wound up, the liquidator and contributories of the company. 4. The court's order has no effect until a copy of it has been delivered to the registrar».

21 In Nuova Zelanda, dove esiste la stessa procedura, si tende a ritenere che l'approvazione consegua quando «the arrangement was such that an intelligent and honest person of business, a member of the class concerned, and acting in respect of his or her interest, might reasonably approve it»: *Re Abano Healthcare Group Ltd* [2020] NZHC 3343, consultabile all'indirizzo *https://casechat.au/cases/nz/abano-healthcare-group-limited*.

22 Invero, la citata § 899 del *Companies Act* prevede che «4. The court's order has no effect until a copy of it has been delivered to the registrar». Si parla di *delivery*, non di ricezione. Tuttavia, la § 1071 precisa come vada interpretata tale espressione: «A document is not delivered to the registrar until it is received by the registrar».

orientare la costruzione dello *scheme*[23].

Le medesime maggioranze assembleari sono previste anche dal diritto australiano, alla § 411 del *Corporations Act*[24], con la differenza, però, che qui il giudice, nel convocare l'assemblea, può disporre la deroga al *quorum* deliberativo della maggioranza dei presenti[25].

Se poi guardiamo al diritto canadese, qui la discrezionalità accordata all'autorità giudiziaria è ancora maggiore, in quanto i *quorum* deliberativi non sono (pre)determinati dal legislatore ma, per l'appunto, sono indicati dall'autorità giudiziaria stessa[26].

Ciò detto, la procedura prevista dal nuovo art. 112-*bis* t.u.f. ha ripreso questo schema ma con alcune differenze, la prima delle quali è che non è previsto alcun intervento dell'autorità giudiziaria[27]. Nell'ottica del legislatore italiano, la posizione di garanzia assunta dal giudice inglese è rivestita da Consob, assegnataria di specifici poteri regolatori e di vigilanza particolarmente incisivi[28].

---

23 J. Payne, *op. cit.*, 138 ha osservato che «Although the courts do not refuse to sanction schemes very often, this fact does not undermine the importance of the role of the court».

24 Il testo del *Corporations Act* è consultabile all'indirizzo *https://www.legislation.gov.au/C2004A00818/latest/text*.

25 Così dispone la § 411 del *Corporations Act* australiano: «4. A compromise or arrangement is binding on the creditors, or on a class of creditors, or on the members, or on a class of members, as the case may be, of the body and on the body or, if the body is in the course of being wound up, on the liquidator and contributories of the body, if, and only if: (a) at a meeting convened in accordance with an order of the Court under subsection (1) or (1A): [...] (ii) in the case of a compromise or arrangement between a body and its members or a class of members, a resolution in favour of the compromise or arrangement is: (A) unless the Court orders otherwise, passed by a majority in number of the members, or members in that class, present and voting (either in person or by proxy); and (B) if the body has a share capital, passed by 75% of the votes cast on the resolution; and (b)it is approved by order of the Court». Disposizioni specifiche, su cui qui non mi soffermo per ragioni di sintesi, sono poi previste dalla § 414 dedicata alla «Acquisition of shares of shareholders dissenting from scheme or contract approved by majority».

26 Si v. la § 192 del *Canada Business Corporations Act*: «4. In connection with an application under this section, the court may make any interim or final order it thinks fit including, without limiting the generality of the foregoing, (a) an order determining the notice to be given to any interested person or dispensing with notice to any person other than the Director; (b) an order appointing counsel, at the expense of the corporation, to represent the interests of the shareholders; (c) an order requiring a corporation to call, hold and conduct a meeting of holders of securities or options or rights to acquire securities in such manner as the court directs; (d) an order permitting a shareholder to dissent under section 190; and (e) an order approving an arrangement as proposed by the corporation or as amended in any manner the court may direct». In sintesi, massima discrezionalità dell'autorità giudiziaria nel definire le modalità di svolgimento dello *shareholders' meeting*.

27 V. M.L. Passador, *op. cit.*, 1304.

28 La differenza tra i due modelli non è meramente procedimentale. Non attiene, dunque, solo a chi controlla l'operazione, ma – più significativamente – a quale tipo di controllo sia ritenuto sufficiente a rendere giuridicamente accettabile l'espropriazione privata del socio dissenziente a fronte di un corrispettivo predeterminato.

Quanto ai primi, il settimo comma dell'art. 112-*bis* delega l'Autorità a disciplinare, con regolamento, il contenuto della comunicazione e del parere degli amministratori indipendenti di cui al comma 3, il contenuto della relazione illustrativa di cui al comma 4 e le relative modalità di pubblicazione (sul punto si tornerà a breve); le garanzie di esatto adempimento che devono essere fornite dall'acquirente; le ipotesi in cui tra la data della comunicazione a Consob e il giorno antecedente l'assemblea straordinaria sia promossa un'offerta pubblica di acquisto sulle medesime azioni della società; i presidi di correttezza e di trasparenza delle operazioni sulle azioni oggetto di cessione; gli effetti sul corrispettivo della proposta degli acquisti di azioni che ne sono oggetto, effettuati dall'acquirente o dalle persone che agiscono di concerto con esso dalla citata comunicazione a Consob.

Quanto a quelli di vigilanza, in pendenza della procedura, l'Autorità può sospenderla in via cautelare, in caso di fondato sospetto di violazione delle previsioni dell'art. 112-*bis* o delle relative disposizioni regolamentari; sospenderla, per un termine non superiore a trenta giorni, nel caso intervengano fatti nuovi o non resi noti in precedenza tali da non consentire ai destinatari di pervenire ad un giudizio informato sulla proposta; dichiararla decaduta, in caso di accertata violazione dell'art. 112-*bis* o delle relative disposizioni regolamentari. A ciò si aggiunga che all'autorità sono attribuiti anche poteri di vigilanza ispettiva[29] e, specialmente, poteri correttivi relativamente al prezzo d'acquisto delle azioni. Su questi ultimi ci si intratterrà in seguito[30].

La scelta di privilegiare un sistema che pone al centro l'autorità amministrativa anziché uno che si incentra sul controllo giurisdizionale[31] è gravida di implicazioni pratiche ma

29 In particolare, il comma 10 dell'art. 112-*bis* così dispone: «Ai fini dell'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza sul rispetto delle disposizioni del presente articolo, la Consob esercita i poteri previsti dall'art. 115, comma 1, lettere *a)* e *b)*, nei confronti di chiunque appaia informato dei fatti. In caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni del presente articolo o delle norme regolamentari si applica l'art. 187-*octies*».

30 Segnalo che Consob potrebbe non essere l'unica autorità amministrativa ad entrare in gioco nell'operazione ma potrebbero esserne coinvolte anche altre, nell'ipotesi in cui la società *target* e/o l'acquirente siano soggetti vigilati, o ancora nell'ipotesi in cui entri in gioco la normativa antitrust. A ricordarcelo è l'ultimo periodo del quarto comma dell'art. 112-*bis*: «In ogni caso, nell'ipotesi in cui, per l'acquisto totalitario, la normativa di settore richieda autorizzazioni delle autorità competenti, l'assemblea straordinaria non può adottare la deliberazione di cui al comma 5 se non constino le predette autorizzazioni».

31 Peraltro, un'ulteriore figura di garanzia che entra in gioco nella procedura di cui si discute è ovviamente quella del notaio, il quale, ai sensi del secondo comma dell'art. 2375 c.c. è chiamato a redigere il verbale dell'assemblea straordinaria. Ciò è ribadito anche nel nuovo art. 112-*bis*, il cui sesto comma prevede che la delibera «deve risultare da verbale redatto da un notaio ed è depositata e iscritta a norma dell'art. 2436 c.c.», con la precisazione che il trasferimento delle azioni «ha effetto con l'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese o alla diversa data stabilita nella deliberazione stessa, previa comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società emittente, che provvede alle conseguenti annotazioni nel libro dei soci». Sempre il sesto comma prevede altresì che le eventuali limitazioni al trasferimento delle azioni previste nello statuto e nei patti parasociali non hanno effetto nei confronti dell'acquirente.

vieppiù teoriche[32]. Esula dai fini di questo contributo dare risposta alla naturale domanda su quale sia il modello più efficiente in considerazione dei valori in gioco. Non si deve però perdere di vista che Consob non è chiamata ad esercitare una vera omologazione dell'operazione. Essa dispone sì di poteri incisivi, ma essi sono tipizzati e non tali da permettere di dire che essa abbia un potere equitativo analogo a quello delle corti degli ordinamenti di *common law*.

Ricordo, infine, da un lato che l'assetto predisposto dall'art. 112-*bis* non preclude in alcun modo un controllo giurisdizionale dell'operazione, ma solo lo rende eventuale e, comunque, lo rinvia ad un momento successivo all'intervento della Consob; e che anche negli ordinamenti di *common law* sono presenti autorità amministrative cui sono attribuiti poteri simili a quelli di Consob: a titolo esemplificativo, nel Regno Unito, il *Companies Act* individua il *Takeover Panel* quale autorità competente.

3.1. Segue: proposta, relazione illustrativa, ruolo degli indipendenti ed assemblea

Il nuovo art. 112-*bis* t.u.f. assegna all'organo amministrativo il compito di scegliere, eventualmente a seguito di una selezione tra le varie in campo, l'offerta da portare in

32 Le differenze sono molte, tra cui cito le seguenti. In primo luogo, nel modello italiano il fulcro del controllo sembra risiedere nella correttezza del procedimento e dell'informazione, mentre nel modello con *court sanction* il controllo può estendersi, pur senza tradursi in un sindacato di convenienza, alla ragionevolezza sostanziale dell'operazione. In secondo luogo, davanti al giudice il socio dissenziente è parte di una decisione collettiva da rendere equa; davanti a Consob egli tende invece ad assumere soprattutto la veste dell'investitore da proteggere mediante trasparenza, parità informativa e correttezza del prezzo. In terzo luogo, il controllo di Consob appare necessariamente più tipizzato, mentre il controllo giudiziale può avvalersi di standard elastici quali *fairness* e *reasonableness*. Ancora: il modello italiano sembra privilegiare maggiormente la specializzazione tecnica e vedere quali nodi principali tematiche di mercato, più che quelle di giustizia sostanziale della decisione collettiva, che dunque potrebbero trovare maggiori spiragli di fronte ad una *court*. Sembra infine di poter dire che la certezza dell'esito della procedura possa essere maggiore in un modello amministrativo che in uno giudiziale.

assemblea. Tutto lascia pensare che l'istituto sia stato pensato, come lo *scheme*[33], per operazioni amichevoli o comunque cooperative, nelle quali l'offerta rappresenta l'esito di negoziazioni tra la società *target* e il soggetto interessato. Ciò non esclude, almeno sul piano teorico, che la proposta possa provenire da un soggetto non previamente sollecitato; resta però difficile immaginare un uso realmente ostile dell'art. 112-*bis*, poiché la procedura presuppone comunque il coinvolgimento attivo dell'organo amministrativo della società emittente. L'art. 112-*bis* è stato progettato per vicende in cui l'offerta è l'esito di negoziazioni tra la società *target* e il soggetto interessato, ma non sembra che – salve le enormi difficoltà pratiche – esso non possa applicarsi anche al caso di offerta non sollecitata, pur sempre però al di fuori di un'offerta pubblica di acquisto[34].

Detta offerta dovrà a quel punto assumere la veste di formale proposta di acquisto «vincolante e irrevocabile e a parità di condizioni per tutti i possessori dei medesimi titoli»[35]; essere valutata dall'organo amministrativo come nell'interesse della società; ricevere il parere favorevole di un comitato di amministratori indipendenti[36]. A quel

33 Nel Regno Unito lo *scheme* ha prevalentemente operato come modello per le acquisizioni non ostili. Così, Slaughter and May, *Guide to Takeovers in the United Kingdom*, gennaio 2025, consultabile all'indirizzo *https://www.slaughterandmay.com/media/qjejffcj/a-guide-to-takeovers-in-the-uk.pdf*, che dopo aver ricordato che il controllo della società *target* è frequentemente acquisito mediante *scheme of arrangement*, precisa tuttavia che si tratta di una procedura «less flexible», «particularly because of the High Court constraints on timetable» e, soprattutto, che essa «requires the co-operation of the target company and so cannot be used where an offer is hostile» (p. 14). La stessa impostazione emerge, per contrasto, dal paragrafo dedicato alla preparazione dell'offerta, ove si osserva che, «in the case of a hostile offer», il contatto con il *board* della società *target* avviene «only a few minutes before public announcement», mentre, «in the case of a recommended offer», il periodo di interlocuzione «would clearly be significantly longer» (pp. 19-20). Ne risulta confermata l'idea che lo *scheme* operi fisiologicamente come tecnica di acquisizione cooperativa o raccomandata, e non come veicolo ordinario di una scalata ostile. Questa pare anche la destinazione ipotizzata dal legislatore italiano. Un indizio (nulla di più di un indizio, però) è dato da quanto previsto al comma 7, lett. *c)*, ove si autorizza Consob a disciplinare le ipotesi in cui tra la data della comunicazione a Consob e il giorno antecedente l'assemblea straordinaria sia promossa un'offerta pubblica di acquisto sulle medesime azioni della società.

34 L'acquisto autorizzato ai sensi dell'art. 112-*bis* risulta utile ogni qualvolta l'interessato non pensi di poter raggiungere la quota di adesioni sufficiente per il sorgere del diritto di acquisto, ossia il 90%.

35 L'irrevocabilità dovrebbe durare fino allo svolgimento dell'assemblea straordinaria chiamata a deliberare sulla proposta.

36 Il parere degli indipendenti assume, in questo contesto, una funzione centrale, non limitandosi ad accompagnare la decisione dell'organo amministrativo ma contribuendo a legittimare l'intero procedimento. Proprio per questa ragione, il regolamento Consob dovrebbe disciplinarlo in modo rigoroso, specie per quanto riguarda l'indicazione dei criteri valutativi utilizzati. Sul rischio che l'indipendenza formale degli amministratori indipendenti non coincida con una effettiva, sostanziale, specie nelle società a controllo concentrato, si v. M.L. Passador, *op. cit.*, 1310 s., la quale prospetta l'opportunità di presidi ulteriori, quali *expert report* esterni e *audit* indipendenti. La proposta è condivisibile quanto all'esigenza di rafforzare la qualità del controllo, mentre va valutata con cautela l'introduzione generalizzata di un obbligo di *expert report*, che potrebbe appesantire eccessivamente operazioni prive di concreti indici di criticità.

punto, secondo quanto prevede il terzo comma dell'art. 112-*bis*, l'organo amministrativo ne dà, senza indugio, comunicazione alla Consob e al pubblico.

Sempre l'organo amministrativo, ai sensi del quarto comma, è tenuto a redigere una relazione illustrativa contenente «*ogni* dato utile per l'apprezzamento della proposta di acquisto, le proprie valutazioni e il parere motivato degli amministratori indipendenti sulla proposta e sulla congruità del corrispettivo»; tale relazione dev'essere notificata (si parla di "notifica preventiva") a Consob entro venti giorni dalla comunicazione di cui al terzo comma e, decorsi quindici giorni da tale notifica, dev'essere messa a disposizione del pubblico.

Solo dopo trenta giorni da quando la relazione *è* stata resa disponibile al pubblico potrà tenersi l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare sulla proposta.

Anche qui, le similitudini con il modello inglese non mancano. La *§* 897 richiede che la convocazione dell'assemblea sia accompagnata da uno *statement* in cui sono spiegati gli effetti dell'*arrangement* oltre a «*in* particular [...] any material interests of the directors of the company (whether as directors or as members or as creditors of the company or otherwise), and (ii) the effect on those interests of the compromise or arrangement, in so far as it is different from the effect on the like interests of other persons». Balza evidente all'occhio che l'art. 112-*bis* t.u.f. non chiede che tale relazione contenga alcuna informativa su un eventuale conflitto di interessi degli amministratori. *È* certo vero che già l'art. 2391 c.c. prevede che ogni amministratore debba «*dare* notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata», ma ciò non toglie che sia preferibile una concentrazione delle informazioni più rilevanti all'interno della relazione *ex* art. 112-*bis*, sicché pare auspicabile che Consob[37], delegata a precisare il contenuto della disposizione in commento, impegni gli amministratori a comunicare nella relazione eventuali loro interessi nell'operazione.

L'art. 112-*bis* t.u.f. disciplina, come detto, i doveri informativi dell'organo amministrativo *una volta che la proposta sia stata acquisita* mentre nulla dispone sulle modalità con cui esso seleziona il soggetto interessato[38]. La scelta del legislatore va guardata con favore

37 Come detto, ai sensi del settimo comma dell'art. 112-*bis*, Consob disciplina con regolamento il contenuto della comunicazione e del parere degli amministratori indipendenti di cui al comma 3, quello della relazione illustrativa di cui al comma 4 e le relative modalità di pubblicazione.

38 Ciò diciamo convinti che il fatto che la proposta deve essere «vincolante e irrevocabile e a parità di condizioni per tutti i possessori dei medesimi titoli» non possa essere considerato un efficace criterio di selezione.

perché assicura libertà procedurale all'organo amministrativo[39], chiamandolo comunque a misurarsi – pur nell'ambito della *business judgment rule* – con l'esigenza di operare nel rispetto dell'interesse della società[40].

Ipotesi (difficile da realizzarsi ma, in tal caso) delicata è quella in cui, mentre l'organo amministrativo ha già negoziato una proposta amichevole e si accinge a sottoporla alla procedura di cui ai commi 3 e 4, sopraggiunga una diversa e concorrente proposta, non sollecitata o apertamente ostile[41]. In tal caso, nulla depone nel senso che esso debba restare in alcun modo vincolato alla proposta formulata per prima. Al contrario, poiché il comma 3 impone di individuare il potenziale acquirente sulla base di una proposta vincolante e irrevocabile coerente con l'interesse della società e il comma 4 esige che la relazione illustrativa contenga ogni dato utile per l'apprezzamento della proposta e le valutazioni dell'organo amministrativo, l'emersione di una proposta alternativa seria imporrà una rinnovata valutazione, questa volta comparativa[42].

Se, come detto, l'organo amministrativo non è tenuto ad aprire una gara formalizzata, esso non potrebbe neppure, senza adeguata giustificazione, perseverare nella raccomandazione della prima proposta omettendo di dare conto dell'esistenza, del contenuto e delle ragioni dell'eventuale preferenza accordata alla prima proposta rispetto alla

39 È comunque naturale pensare che le parti agiscano secondo le *best practice* adattandosi alle esigenze della specifica situazione. A riguardo v. M.L. Passador, *op. cit.*, 1310, che valorizza la funzione della *due diligence* e prospetta un dovere di *reasonable disclosure*, inteso come trasparenza proporzionata, sufficiente a consentire un giudizio fondato ma non tale da compromettere l'integrità competitiva o la stabilità dell'impresa. L'impostazione è condivisibile, purché non si trasformi la fase istruttoria in una procedura competitiva necessaria, non prevista dall'art. 112-*bis* t.u.f.

40 La libertà procedurale non equivale, dunque, a irrilevanza del processo seguito. In assenza di un obbligo legale di gara, l'organo dovrà comunque poter dimostrare di avere seguito un percorso istruttorio ragionevole, proporzionato alle caratteristiche dell'operazione e idoneo a fondare la valutazione di coerenza con l'interesse sociale. Da questo punto di vista, la *due diligence* certamente svolta dall'acquirente e l'istruttoria condotta dal *board* non rilevano soltanto quali componenti della fattispecie negoziale ma anche come strumenti di legittimazione della valutazione sulla proposta. Così M.L. Passador, *op. cit.*, 1310.

41 Il legislatore ha chiaramente intravisto l'eventualità che, tra la comunicazione a Consob e il giorno antecedente l'assemblea, si manifesti una proposta concorrente sotto forma di OPA, non sotto forma di seconda proposta *ex* art. 112-*bis*. Il tema si collega anche al possibile uso difensivo dell'art. 112-*bis* t.u.f. Qualora la procedura venga attivata in presenza di una minaccia di OPA ostile, essa potrebbe assumere la funzione di tecnica di neutralizzazione della contendibilità, avvicinandosi, sul piano funzionale, a una misura difensiva. Sul rischio che l'acquisto totalitario venga impiegato come *defensive buyout* o come *poison pill*, si v. M.L. Passador, *op. cit.*, 1312. La prospettiva è condivisibile quanto all'individuazione del rischio; più incerta appare, invece, la possibilità di applicazione analogica dell'art. 104 t.u.f., trattandosi di fattispecie non coincidente con l'OPA e fondata su una deliberazione assembleare.

42 Il punto decisivo è la serietà della proposta sopravvenuta. Non ogni manifestazione di interesse dovrebbe imporre la sospensione o il riavvio della procedura; diversamente, l'art. 112-*bis* si presterebbe a condotte tattiche o meramente dilatorie. Una proposta alternativa dovrebbe assumere rilievo solo se sufficientemente determinata, finanziabile, comparabile e idonea a offrire ai soci una reale alternativa economica o strategica.

seconda. Alla renitenza dell'organo amministrativo, comunque, supplirebbe Consob con il potere di sospensione della procedura ad essa conferito per il caso di emersione di fatti nuovi e rilevanti[43].

Il punto, in altri termini, non è quello dell'obbligo di gara, estraneo al testo legislativo, bensì quello della correttezza del processo valutativo e della completezza dell'informazione dovuta ai soci e al mercato.

Da quanto detto fin qui, le trattative tra l'interessato e la società rimangono riservate fino a che, maturate fino ad un punto di comune soddisfazione, esse possono tradursi in una proposta vincolante ed irrevocabile che andrà senza indugio comunicata a Consob e al pubblico. La riservatezza delle trattative può essere superata dall'intervento di Consob quando, nell'interesse del mercato, sia necessario rendere nota l'esistenza delle negoziazioni o chiarirne i contenuti. In tal caso, ai sensi del comma 11 dell'articolo in commento, se circolano notizie o indiscrezioni su una possibile procedura di vendita totalitaria e si registrano irregolarità nell'andamento dei titoli interessati, Consob può fissare un termine entro il quale il potenziale acquirente deve comunicare se intende formulare una proposta di acquisto.

In caso di silenzio o di diniego, questi non può presentare una proposta avente oggetto titoli del medesimo emittente nei successivi sei mesi. La previsione appena richiama-

43 È dunque preferibile una soluzione non automatica ma fondata su un controllo modulabile in funzione della natura della seconda proposta: obbligo del *board* di riesaminare la proposta originaria, aggiornamento della relazione e del parere degli indipendenti ove la proposta concorrente sia seria, potere di Consob di sospendere la procedura in presenza di informazioni nuove rilevanti, ed eventuale rinvio dell'assemblea quando il mercato e i soci non dispongano di un tempo congruo per valutare il nuovo scenario.

ta, ampiamente ispirata al *Takeover Code*[44], e il c.d. *put up or shut up mechanism*, mira a contenere periodi protratti di incertezza e, conseguentemente, oscillazioni ingiustificate dei prezzi[45]. La previsione assume particolare rilievo proprio perché l'art. 112-*bis* si colloca a metà strada tra procedura societaria e mercato del controllo societario. Se la fase negoziale restasse per un periodo significativo opaca, il mercato potrebbe incorporare nei prezzi aspettative non verificabili; se, al contrario, ogni interlocuzione preliminare dovesse essere immediatamente resa pubblica, il procedimento perderebbe quella riservatezza che spesso è condizione della sua praticabilità. Il meccanismo *put up or shut up* cerca dunque di governare questo equilibrio, trasformando l'intervento dell'Autorità in un rimedio selettivo contro *rumor* idonei ad alterare il regolare andamento del mercato.

---

44 Si v., in particolare, la *Rule* 2.6, secondo cui «Subject to Rule 2.6(b), by not later than 5.00 pm on the 28th day following the date of the announcement in which it is first identified, or by not later than any extended deadline, a potential offeror must either: announce a firm intention to make an offer in accordance with Rule 2.7; or announce that it does not intend to make an offer, in which case the announcement will be treated as a statement to which Rule 2.8 applies, unless the Panel has consented to an extension of the deadline. Rule 2.6(a) will not apply, or will cease to apply, to a potential offeror if another offeror has already announced, or subsequently announces (prior to the relevant deadline), a firm intention to make an offer for the offeree company. In such circumstances, the potential offeror will be required to clarify its intentions in accordance with Rule 2.6(d) below. The Panel will normally consent to an extension of a deadline set in accordance with Rule 2.6(a), or any previously extended deadline, at the request of the board of the offeree company and after taking into account all relevant factors, including: the status of negotiations between the offeree company and the potential offeror; and the anticipated timetable for their completion. Where the Panel consents to an extension of a deadline, the offeree company must promptly make an announcement setting out the new deadline and commenting on the matters referred to in paragraphs (i) and (ii) above. When an offeror has announced a firm intention to make an offer and it has been announced that a publicly identified potential offeror might make a competing offer (whether that announcement was made prior to or following the announcement of the first offer), the potential offeror must, by 5.00 pm on Day 53, either: announce a firm intention to make an offer in accordance with Rule 2.7; or announce that it does not intend to make an offer, in which case the announcement will be treated as a statement to which Rule 2.8 applies. When an offeror has announced a firm intention to make an offer and the offeree company subsequently refers to the existence of a potential competing offeror which has not been identified, the potential competing offeror so referred to must, by 5.00 pm on Day 53, either: announce a firm intention to make an offer in accordance with Rule 2.7; or confirm to the offeree company that it does not intend to make an offer, in which case the offeree company must promptly announce that fact and the potential competing offeror will be treated as if it had then made a statement to which Rule 2.8 applies».

45 Così M.L. Passador, *op. cit.*, 1312 s. È critico sull'attribuzione di un potere a Consob in siffatta situazione L. Enriques, a pp 23 s. nelle proprie *Osservazioni allo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21*, consultabili al seguente indirizzo: *https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg19/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/434/961/21._Luca_Enriques.pdf*. A detta dell'A., la disciplina, pur ispirata a modelli comparati, non trova un corrispondente nel diritto unionale e rischia di irrigidire senza necessità il mercato del controllo societario. Invece di agevolare la contendibilità, essa, si sostiene, può produrre o una paralisi del mercato o annunci prematuri seguiti da correzioni, con effetti disorientanti per gli investitori. La critica coglie un rischio reale, ma non appare decisiva ove il potere Consob sia esercitato selettivamente, ossia solo in presenza di *rumor* o indiscrezioni effettivamente idonei ad alterare il mercato.

Guardando poi all'assemblea[46] e, in particolare, ai *quorum* deliberativi, il quinto comma dell'art. 112-*bis* riprende la citata § 899 del *Companies Act* con alcune differenze. Infatti, è previsto che l'assemblea straordinaria delibera validamente con *(i)* il «voto favorevole di almeno tre quarti del capitale sociale rappresentato in assemblea»; e *(ii)* il «*voto* favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente, presenti in assemblea, diversi *(a)* dal socio che abbia presentato la proposta e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, se già azionisti della società; *(b)* dal socio o dai soci che detengano, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore a un decimo del capitale sociale». Per autorizzare, dunque, l'acquisto totalitario, non basta una sola maggioranza ma due: la prima, pari ad almeno tre quarti del capitale rappresentato in assemblea; la seconda, pari alla maggioranza dei soci presenti in assemblea, dai quali andranno esclusi il soggetto che ha presentato la proposta e coloro che agiscono di concerto con lui, se soci, il socio o i soci che detengono la partecipazione di maggioranza, anche solo relativa, purché superiore al 10% del capitale[47].

Si *è* dunque voluto affermare che l'operazione non può essere approvata soltanto grazie al peso del proponente o del blocco di controllo. Essa deve pertanto ricevere anche un consenso maggioritario dei soci "disinteressati" o, meglio, non riconducibili né al proponente né al socio dominante. *È* una tecnica simile, per logica, alla cosiddetta *majority of the minority.*

La seconda maggioranza non è calcolata sul capitale ma – singolarmente – sui soci presenti (una volta tolti dal conteggio, come detto, i soggetti "interessati" o strutturalmente influenti).

Si può dunque dire che il primo *quorum* tutela la serietà della decisione straordinaria;

46 In dottrina è stato evidenziato come l'art. 112-*bis* t.u.f. difetti di una disciplina dell'"interregno": la disposizione in commento, infatti, non si occupa di quello che può accadere tra la formulazione della proposta irrevocabile da parte dell'acquirente e la sua approvazione in assemblea. Si v. M.L. Passador, *op. cit.*, 1311 ss., la quale ritiene auspicabile un intervento chiarificatore di Consob sul punto. Ed infatti, come detto, il comma 7, lett. *c)*, dell'art. 112- *bis* delega l'Autorità a disciplinare «le ipotesi in cui tra la data della comunicazione di cui al comma 3 e il giorno antecedente l'assemblea straordinaria sia promossa un'offerta pubblica di acquisto sulle medesime azioni della società».

47 V. M.L. Passador, *op. cit.*, 1310, che riconduce tale meccanismo alla logica del *whitewash*, inteso come tecnica di purificazione procedurale di un'operazione potenzialmente sospetta, attraverso il parere degli indipendenti, la relazione informativa e il voto di una maggioranza depurata dalle posizioni interessate o strutturalmente influenti. Ciò detto, se l'estromissione dal voto del proponente e dei soggetti che agiscono di concerto con esso appare pienamente razionale, perché essi sono i beneficiari immediati dell'operazione, meno lineare è, invece, l'esclusione del socio o dei soci che detengano la partecipazione di maggioranza, anche relativa. Qui il legislatore sembra assumere che il socio "forte" sia, per definizione, portatore di un interesse da sterilizzare, ma la generalizzazione di questa assimilazione non convince. Invero, un conto è il conflitto di interessi o la contiguità al proponente; altro conto è la mera rilevanza quantitativa della partecipazione. La norma, così formulata, non distingue in modo sufficientemente preciso tra influenza proprietaria e interesse distorsivo. Il rischio è dunque che la sterilizzazione colpisca non solo il socio realmente sospetto ma anche un socio significativo che potrebbe esprimere un consenso genuinamente orientato all'interesse sociale.

il secondo cerca di tutelare la genuinità del consenso della minoranza non allineata. Il sistema, quindi, combina una logica da diritto societario classico con una logica di protezione delle minoranze vicina agli schemi delle operazioni con parti interessate o delle operazioni coercitive sul capitale.

L'art. 112-*bis* t.u.f., come la § 899 del *Companies Act*, non prevede particolari *quorum* costitutivi sicché troveranno applicazione quelli ordinariamente previsti per l'assemblea straordinaria dal Codice civile. Quindi, ai sensi dell'art. 2368, comma 2, c.c., in prima convocazione essa «è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale o la maggiore percentuale prevista dallo statuto»; in seconda convocazione, ai sensi dell'art. 2369, comma 3, c.c., essa «è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale»; in quelle successive alla seconda, l'ultimo comma dell'art. 2369 prevede che essa sia regolarmente costituita «quando è rappresentato almeno un quinto del capitale sociale». Questo implica che, nell'ipotesi in cui l'assemblea sia validamente costituita solo in terza convocazione, l'accordo potrebbe essere approvato anche soltanto dal 15% del capitale sociale della società. Si comprende allora la scelta del legislatore, chiaramente volta a tutelare chi non sia titolare di partecipazioni di un certo peso o, comunque, dissenzienti, di prevedere quell'inusuale *quorum* deliberativo "per teste" e l'esclusione dal computo del socio che abbia presentato la proposta e delle persone che agiscono di concerto con il medesimo (se già azionisti della società) e del socio o dei soci che detengano, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore a un decimo del capitale sociale[48].

4. Il corrispettivo ed i poteri correttivi di Consob

Peraltro, la posizione dei soci estranei alla proposta e non costituenti la maggioranza è ulteriormente tutelata dalla disciplina del corrispettivo della cessione. Al suo secondo comma, l'art. 112-*bis* prevede che il corrispettivo sia «esclusivamente in denaro» e che non possa essere inferiore alla media ponderata dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi che precedono la prima comunicazione alla Consob o all'eventuale maggiore prezzo pagato dall'acquirente o da persone che agiscono di concerto con il medesimo per acquisti intervenuti nel medesimo periodo. Il concetto di "media ponderata" ha sostituito l'iniziale proposta, che indicava la mera "media dei prezzi". Il successivo nono comma, nondimeno, attribuisce a Consob il penetrante potere di imporre che l'acquisto

48 Va rilevato che la riforma incide anche sugli artt. 127-*quinquies* e 127-*sexies* t.u.f. in materia di diritti di voto maggiorato e plurimo, sterilizzando l'efficacia di tali diritti per le delibere di competenza dell'assemblea straordinaria relative, tra le varie, all'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci di cui all'art. 112-*bis*. Ancora: sempre l'art. 112-*bis* prevede, al sesto comma, che le limitazioni al diritto di voto previste nei patti parasociali non hanno effetto.

avvenga a un prezzo superiore a quello determinato nella proposta[49].

La disposizione in commento, intesa in senso ampio, offre un'adeguata tutela agli azionisti eventualmente dissenzienti ma, a mio avviso, presenta alcuni punti critici, di cui i principali sono i seguenti: *i)* essa prevede che il corrispettivo sia «esclusivamente in denaro», quando, invece, il *Takeover Code* contempla anche forme diverse, quali, ad esempio, la corresponsione di strumenti finanziari[50]. L'estensione all'ipotesi di scambio di strumenti è notoriamente fonte di importanti complicazioni procedurali[51], specie (ma non solo) in caso di offerte alternative, ma essa, adeguatamente regolata nell'interesse dei soci di minoranza, avrebbe comunque allargato le possibilità di utilizzo della procedura in esame; *ii*) lascia poi perplessi la scelta del legislatore di ancorare il corrispettivo della cessione alla sola media ponderata dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi che precedono la comunicazione alla Consob, senza tenere conto del fatto che il prezzo di mercato potrebbe non riflettere l'*enterprise value*.

Peraltro, con riferimento a tale ipotesi, neppure sembra possibile un intervento correttivo di Consob dal momento che essa può correggere il prezzo solo nelle ipotesi di collusione e di manipolazione[52].

Ne deriva un disallineamento tra la funzione sistemica attribuita a Consob e l'effettiva ampiezza dei suoi poteri sul corrispettivo. Se l'Autorità è chiamata a sostituire, almeno funzionalmente, la *court sanction*, non convince che il suo intervento correttivo sul

49 E ciò anche se esso sia stato parametrato al maggiore prezzo pagato dall'acquirente o da persone che agiscono di concerto con il medesimo per acquisti intervenuti nel medesimo periodo, quando vi sia stata collusione tra il potenziale acquirente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più soci della società le cui azioni formano oggetto dell'acquisto, oppure nei casi in cui vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.

50 Si v. la *Rule* 9.5 e l'*Appendix* 7 del *Takeover Code*. Peraltro, l'opportunità di prevedere che il corrispettivo potesse essere rappresentato da strumenti finanziari era stata evidenziata da L. Enriques, a pp 23 s. nelle proprie *Osservazioni allo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21*, cit.

51 Di carattere anzitutto valutativo; relative all'eguaglianza di trattamento tra azionisti; di tipo informativo-documentale, perché nel *non-cash consideration* le informazioni devono essere molto più robuste; di tipo regolatorio-transfrontaliero.

52 A tal riguardo, il *Takeover Code* attribuisce al *Takeover Panel* poteri correttivi più incisivi o, più precisamente, è più elastico nell'indicare le circostanze in base alle quali il *Panel* può correggere il prezzo d'acquisto. La *§* 3 della *Rule* 9.5, infatti, stabilisce che «*Circumstances* which the Panel might take into account when considering an adjustment of the highest price include: (a) the size and timing of the relevant acquisitions; (b) the attitude of the board of the offeree company; (c) whether interests in shares had been acquired at high prices from directors or other persons closely connected with the offeror or the offeree company; (d) the number of shares in which interests have been acquired in the preceding 12 months; (e) if an offer is required in order to enable a company in serious financial difficulty to be rescued; (f) if an offer is required in the circumstances set out in Note 12 on Rule 9.1; and (d) if an offer is required in the circumstances set out in Rule 37. The price payable in the circumstances set out above will be the price that is appropriate taking into account all the factors that are relevant to the circumstances». La regola citata è applicabile alle *takeover offer* ma, in virtù del rinvio operato dalla *§* 1 dell'*Appendix* 7, essa è applicabile anche agli *scheme of arrangement*.

prezzo sia confinato a ipotesi patologiche quali collusione e manipolazione. Sarebbe preferibile attribuirle, quantomeno nei casi di illiquidità del titolo, andamento anomalo delle quotazioni o evidente scostamento da valutazioni indipendenti, un potere di richiedere integrazioni valutative o *fairness opinion* esterne.

5. Conclusioni

L'introduzione dell'art. 112-*bis* t.u.f. rappresenta un'innovazione significativa nel diritto italiano del mercato del controllo societario. La valutazione dell'istituto deve tuttavia restare prudente: esso offre uno strumento potenzialmente efficiente per realizzare operazioni di acquisizione totalitaria e *delisting,* ma concentra in una procedura deliberativa un effetto fortemente coercitivo nei confronti dei soci dissenzienti. La riuscita dell'istituto dipenderà dalla capacità della disciplina secondaria e della prassi applicativa di evitare che la correttezza procedurale si riduca – come non è certo logico supporre avvenga – a mero adempimento formale. I punti decisivi saranno, come detto, il contenuto della relazione illustrativa; la qualità effettiva del parere degli indipendenti; il trattamento delle offerte concorrenti; la prevenzione di usi difensivi della procedura; l'adeguatezza del corrispettivo nei casi in cui il prezzo di mercato non rifletta il valore economico dell'impresa.

In questa prospettiva, l'art. 112-*bis* potrebbe perfino costituire non già un punto di arrivo, ma il primo passaggio di una più ampia riflessione sulle tecniche di trasferimento coattivo delle partecipazioni nelle società aperte, stimolando riflessioni ulteriori e, in futuro, l'introduzione di meccanismi di trasferimento delle partecipazioni ancor più all'avanguardia, sempre ispirati a quanto accade all'estero. Mi riferisco, ad esempio, a quanto previsto dalla § 251, lett. *h)*, della *Delaware General Corporation Law*, dove si prevede un meccanismo di acquisizione (*rectius*, di fusione per incorporazione) per le società quotate con più di duemila azionisti che non richiede alcun passaggio assembleare ma un accordo tra acquirente e *target* cui aderiscano tanti azionisti che rappresentino la maggioranza che sarebbe necessaria per approvare la fusione.

Tutela di risparmiatori e investitori retail nella riforma del TUF

Giuliano Lemme
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

Sommario: 1. Dal risparmio accantonato al risparmio investito. – 2. Finalità di vigilanza nel TUB e nel TUF. – 3. L'approccio europeo tra incentivo all'investimento e educazione finanziaria. – 4. La legge 21/2024 e la sua attuazione. – 5. Conclusioni: l'investitore adempie ad interessi generali ex art. 118 Cost.?

1. Dal risparmio accantonato al risparmio investito

Le teorie sul risparmio quale mezzo di accantonamento della ricchezza, e dunque non destinato a soddisfare esigenze immediate di scambio, hanno tradizionalmente ricondotto questa particolare funzione della moneta in un ambito di accessorietà rispetto a quelle principali (mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie e unità di misura dei valori)[01]. Su questa base, si è affermato che il risparmio è sottrazione della moneta all'uso suo proprio, e si parla, in questo caso, di moneta inerte[02], con la precisazione, però, che il deposito bancario, essendo finalizzato all'immissione nel ciclo produttivo della banca, e dunque all'erogazione del credito, perderebbe, sul piano generale, tale inerzia.

D'altro canto, la moneta non è l'unico mezzo di accantonamento del risparmio, condividendo questa funzione con altri strumenti non monetari. Ciò che distingue la moneta dall'investimento, dunque, è il suo altissimo grado di liquidità, che rende agevole ed immediata la conversione della ricchezza monetaria in strumento di pagamento[03]. Ciò

01 B. Courbis, E. Froment, J.-M. Servet, *A propos du concept de monnaie*, in AA.VV., *Monnaie metallique et monnaie bancaire*, Paris, 1990, pp. 11 ss.

02 B. Bracco, *I depositi a risparmio*, Padova, 1939, pp. 6 ss.

03 G. Di Giorgio *Lezioni di economia monetaria*, I, Padova, 2002, pp. 26 ss.

comporta che i soggetti che intendono accantonare parte della ricchezza detenuta abbiano la scelta tra varie forme[04], e si indirizzino sulla moneta proprio nella previsione di dover far fronte ad esigenze improvvise di liquidità.

D'altro canto, se identifichiamo la funzione della moneta come mezzo di accantonamento del risparmio nel corso del tempo, osserveremo come la tradizionale aspettativa del risparmiatore di vedere remunerata la moneta prestata a terzi (in particolar modo alle banche) sia gradualmente venuta meno, in virtù della evoluzione della funzione dello stesso deposito a risparmio bancario, per il quale inizialmente si distingueva tra modalità a vista (con funzione di liquidità) e modalità a tempo (con funzione di investimento)[05], ma che poi ha finito per mantenere solo la prima caratteristica[06].

Il deposito di denaro nelle banche, dunque, finisce per costituire – quantomeno nella teoria tradizionale – un'attività finanziaria anomala, nel senso che viene accordata una remunerazione ad un "titolo di credito" convertibile a vista in contanti[07]; d'altro canto, sempre in base alla prospettiva tradizionale, al deposito bancario sarebbe principalmente riconnessa una funzione di custodia del denaro[08], il che si pone in maniera del tutto coerente rispetto alla funzione monetaria di accantonamento del risparmio.

Dunque, quantomeno sino a pochi decenni fa, il risparmio delle famiglie veniva destinato ad affluire nei depositi bancari, specie se con libretto, tanto che il deposito bancario, in generale, era definito "*la più importante fra le operazioni "passive" della banca perché attraverso di essa…le aziende di credito addivengono alla raccolta del risparmio*"[09]. Anche chi sosteneva e valorizzava il ruolo fondamentale del conto corrente tra i contratti di raccolta, sottolineava poi – proprio facendo riferimento alla diversa funzione economica – la differenza tra conto corrente bancario e deposito bancario, basato, quest'ultimo, sull'assunto che, quantomeno nella normalità, le somme versate dal cliente fossero

04 G. Lemme, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, pp. 7 ss.

05 G. Molle, *I contratti bancari*, in Tr. di diritto civile e commerciale, a c. A. Cicu e F. Messineo, vol. XXXV.1, Milano, 1981, p. 105

06 G. Lemme, *Servizi di pagamento e tutela delle persone vulnerabili*, in Riv. dir. banc., 2026, I, pp. 6 ss.

07 E. Montanaro, *Appunti per una teoria della banca*, Torino, 1992, pp. 41 ss.

08 B. Libonati, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, pp. 66 ss.; N. Salanitro, *Problemi in tema di depositi bancari*, in AA.VV., *Le operazioni bancarie*, a c. G. B. Portale, Milano, 1978, p. 363

09 G. Molle, *op. cit.*, p. 101

destinate ad essere richieste dopo un determinato periodo di tempo[10].

D'altro canto, il fatto che il deposito sia richiamato dall'art. 11 del TUB come forma tipica di raccolta ha legittimato l'idea che il risparmio (a propria volta tutelato e incoraggiato ai sensi dell'art. 47, 1° co., Cost.) venga accantonato presso le banche principalmente sotto forma di depositi (nonostante lo stesso art. 11 aggiunga "*sia sotto altra forma*").

Rispetto a questa impostazione, dobbiamo ricordare che all'epoca dell'emanazione del TUB (1993) il deposito bancario "puro" aveva effettivamente una ben maggior diffusione rispetto ad oggi, anche perché offriva una remunerazione apprezzabile (ricordiamo che, all'epoca, gli interessi sui titoli di Stato si aggiravano intorno al 12% annuo).

Peraltro, i fenomeni di elevata inflazione (soprattutto negli anni '70 e '80 del secolo scorso) hanno portato all'inevitabile declino dell'utilizzo del deposito bancario come mezzo di accantonamento della ricchezza[11], costringendo dunque i risparmiatori, non solo in chiave speculativa, ma anche e soprattutto protettiva del valore, a far convergere il risparmio su forme che, *lato sensu*, possiamo definire di investimento.

In questo spirito è stata emanata la l. 77/1983, che ha attribuito alla Consob il compito di vigilanza sulla sollecitazione del pubblico risparmio e istituto i fondi comuni di investimento aperti. Questi, di fatto, agiscono come intermediari tra il risparmiatore (che non è più investitore istituzionale) ed i valori mobiliari, dando la possibilità a soggetti non professionali di investire (indirettamente) nel mercato borsistico[12].

La struttura stessa dei fondi, con la disciplina del foglio informativo e la suddivisione in

---

10 M. Porzio, *I contratti bancari*, in Tr. dir. priv., a c. P. Rescigno, vol. 12, Torino, 1985, pp. 907 ss..

Anche chi, in tempi più moderni, richiama questa ricostruzione, deve però riconoscere che la funzione del deposito è di "*salvaguardia della costante disponibilità delle somme*" (E. Camilleri, *Il deposito bancario*, in AA.VV., *I contratti per l'impresa. Vol. II. Banca, mercati, società*, a c. G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, Bologna, 2012, p. 150). In questo modo, tuttavia, si fa venir sostanzialmente meno la differenza tra il conto corrente bancario ed il deposito bancario tradizionale, nel quale la "costante disponibilità delle somme" veniva a connotarsi principalmente come corollario della finalità di custodia. Lo stesso A. ora citato, peraltro, relega la funzione attuale del deposito alla variante con libretto. Peraltro, come ho avuto modo di sottolineare (G. Lemme, *Servizi di pagamento e tutela delle persone vulnerabili*, *cit.*, p.6) la distinzione tra conto corrente e deposito, come operazioni bancarie, è andata venendo meno più che altro per l'assunzione di centralità del primo contratto, del quale il secondo, con totale inversione rispetto alla prospettiva tradizionale, è divenuto una modalità di svolgimento del rapporto, tanto che si è giustamente parlato (P. Ferro-Luzzi, *Lezioni di diritto bancario*, vol. I, Torino, 2012, pp.217 ss.) di "conto corrente (versione con deposito)". In altri termini, oggi il deposito bancario, con sporadiche eccezioni, esiste semplicemente quando il cliente, nell'ambito di un conto corrente di corrispondenza, tenga costantemente sul conto una giacenza media eccedente rispetto alle contingenti esigenze di effettuazione di operazioni di pagamento, finendo così per costituirsi una riserva di valore presso la banca.

11 R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, p. 28

12 Tra i primi commenti sulla l. 77/1983 v. U. De Ponti, *I fondi comuni di investimento con la nuova legge italiana*, Milano, 1983. V. anche A. Rota, *Breve storia dei fondi comuni in Italia,* Milano, 2015

categorie di rischio, ben si è adattata all'evoluzione dell'accantonamento del risparmio negli anni '80 e '90, tanto che lo stesso modello si è andato espandendo ad altri ambiti, con la l. 1/1991 (legge SIM) il d. lgs. 84/1992 (legge SICAV), con la l. 344/1993 (fondi comuni di investimento chiusi), con il d. lgs. 58/1998 (TUF) che è stato in gran parte innovato nel tempo, da ultimo con i provvedimenti attuati in base alla delega contenuta nella l. 21/2024 (legge capitali) e con la l. 262/2005, solo per citare alcuni tra i principali interventi del regolatore italiano (in gran parte chiamato, peraltro, ad attuare normative europee).

Si è dunque ormai realizzata quella traslazione dal risparmio "accantonato" al risparmio "investito", che rappresenta pertanto il culmine di un processo che ha accompagnato la profonda trasformazione economica dell'Italia negli ultimi decenni, tanto da rendere necessaria una rilettura dello stesso art. 47 Cost., nel senso di estendere la tutela del risparmio "*in tutte le sue forme*" anche alle attività finanziarie[13]. Non bisogna dimenticare, d'altro canto, che lo stesso secondo comma dell'art. 47 attribuiva alla Repubblica il compito di favorire l'accesso del risparmio (anzi, del risparmio popolare, ossia di quelli che oggi chiamiamo i consumatori) al "*diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*"[14], prefigurando ciò che avverrà poi, ad esempio nei processi di privatizzazione (tra gli altri) di Enel e ENI con l'adozione del modello della *public company*[15].

D'altro canto, dal punto di vista concettuale, vi è una sostanziale differenza tra il risparmio (bancario) e l'investimento: colui che affida il proprio risparmio alla banca è "inconsapevole", nel senso che non conosce il modo in cui la banca investirà il denaro accantonato, né gli interessa, nella misura in cui ottenga comunque la custodia e la rendita della somma[16], mentre chi si affidi ad un intermediario dei servizi di investimento può, almeno in certa misura, veicolare il proprio denaro verso un impiego specifico (ad

13 S. Amorosino, *Principi "costituzionali", poteri pubblici e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a c. S. Amorosino, Milano, 2014, pp. 9 ss.; F. Scuto, *La tutela costituzionale del risparmio negli anni della crisi economica. Spunti per un rilancio della dimensione oggettiva e sociale dell'art. 47 Cost.*, in Federalismi.it, 2019, p. 171.; A. Clini, *Sovranità della persona nelle determinanti di tutela del risparmio*, in PA – Persona e Amministrazione, 2017, p. 357. È opportuno ricordare che, precedentemente, si affermava che il concetto di "risparmio" contenuto nell'art. 47 Cost. si riferisse esclusivamente al risparmio bancario, tanto che autorevoli voci (M.S. Giannini, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1977, p. 205) ritenevano come i Costituenti avessero inteso trasporre nel testo costituzionale l'art. 1 della legge bancaria del 1936. Sul punto, v. anche C. Buzzachi, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca Centrale Europea*, in Costituzionalismo.it, 2016, pp. 61 ss.

14 Sul punto, v. F. Zatti, *Il* favor *all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese tra disattese prospettive di democrazia economica ed esigenze di sviluppo del mercato finanziario nazionale*, in AA.VV., *La dualità istituzionale del risparmio popolare*, a c. F. M. D'Ettore, A. Bucelli, F. Zatti, Torino, 2017, pp. 293 ss.

15 Sul processo di privatizzazione v. F. Bonelli, *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Milano, 1996

16 M. Perassi, *Il deposito*, in Tr. dir. comm., diretto da G. Cottino, vol. 6, Padova, 2001, pp. 561 ss.

esempio, investendo in un fondo specializzato in società ad alto valore tecnologico).

Oramai, dunque, si può affermare con ragionevole certezza che la "*raccolta del risparmio tra il pubblico*" non abbia più il medesimo significato che essa rivestiva sino a qualche decennio fa e che assistiamo ad una crescente diversificazione delle forme di investimento in funzione di utilizzo del risparmio (anche attraverso forme innovative, come il crowdfunding e la De.Fi.). Ovviamente, questo comporta la corrispondente necessità di rivedere le forme di tutela del risparmiatore, in funzione del maggior rischio intrinsecamente connesso all'investimento rispetto al risparmio.

2. Finalità di vigilanza nel TUB e nel TUF

Un confronto tra le finalità di vigilanza elencate nel TUB e nel TUF ben evidenzia il differente atteggiamento del legislatore per la salvaguardia del risparmio bancario rispetto al risparmio investito.

Ricordiamo infatti che l'art. 5 del TUB fa riferimento ad una serie di parametri, tra i quali spiccano la "prudente gestione" degli intermediari e la stabilità complessiva del sistema finanziario, entrambi finalizzati a rafforzare la fiducia dei risparmiatori quale strumento specifico di tutela del mercato[17]. Vi è dunque una stretta funzionalizzazione con l'art. 47 Cost. nella parte in cui si afferma che il risparmio va "tutelato", tanto che è stato correttamente affermato che la sana e prudente gestione è il principio chiave della normativa di vigilanza[18] e che lo scopo comune delle regolazioni in materia bancaria è di "*contrastare i rischi in tutti i modi possibili*"[19].

L'art. 47 Cost., peraltro, non si limita a stabilire che il risparmio venga tutelato, ma anche che esso vada "incoraggiato". Non solo: come si è accennato, il secondo comma attribuisce alla Repubblica il compito di favorire l'accesso del risparmio popolare "*al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*".

Quest'ultima norma, in un certo senso, ed anche a prescindere dal dibattito che si creò sin dall'origine sulla sua formulazione[20], suona addirittura profetica, specie quando si riferisce al risparmio "popolare" (e, quindi, del "pubblico", per rifarci alla terminologia

17 G. Lemme, *Le riserve nell'attività bancaria: interessi di governo dell'economia e di controparte*, in AA.VV., *Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia. Norme imperative e tutele contrattuali*, a c. R. Lener, P. Lucantoni, F. Sartori, Torino, 2025, pp. 117. V. anche A. Carretta, P. G. Schwizer, *Chi ha paura della sana e prudente gestione? Un confronto dell'atteggiamento della vigilanza e delle banche verso il rischio*, in AA.VV:, *Dopo la crisi. L'industria finanziaria italiana tra stabilità e sviluppo*, a c. G. Bracchi, D. Masciandaro, Roma, 2009, pp. 499 ss.. Vede una correlazione tra struttura organizzativa bancaria e sana e prudente gestione M. Brogi, *Corporate governance bancaria e sana e prudente gestione*, in Banca impr. soc., 2010, pp. 283 ss.

18 Così G. L. Greco, *Commento all'art. 5*, in AA.VV., *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a c. F. Belli, Bologna, 2003, p. 46; A. Minto, *La* governance *bancaria tra autonomia privata ed eteronomia*, Padova, 2012, p. 10

19 S. Amorosino, *La regolazione pubblica delle banche*, Milano, 2016, p. 48

20 Sul quale v. F. Zatti, *op. cit.*, pp. 298 ss.

del TUB) e all'investimento "indiretto", quale potrebbe essere qualificato, oggi, quello attuato attraverso le SGR.

È in questo contesto, ritengo, che si può inserire una lettura nuova del dettato costituzionale alla luce delle finalità di vigilanza nel TUF.

Per quest'ultimo, si distinguono principi generali, tra i quali spiccano la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario e la tutela degli investitori, e modalità attuative, ossia contenimento del rischio, stabilità patrimoniale e sana e prudente gestione (vigilati dalla Banca d'Italia) e trasparenza e correttezza dei comportamenti (di competenza della Consob). Seppure questo sistema articolato crei problemi di coordinamento[21] ed abbia suscitato non poche perplessità[22] esso vale comunque a chiarire la "tensione" delle attività di investimento (o meglio, della loro proposta agli investitori) verso la trasparenza, in quanto la funzione protettiva (propria del risparmio bancario in senso stretto) deve conciliarsi con la possibilità di ottenere rendimenti anche elevati, e dunque di accedere a forme più rischiose; l'essenziale, dunque, è che all'investitore sia chiaro il livello di rischio della tipologia di investimento cui accede[23].

Rimane salvo, ovviamente, il dubbio di fondo che sussiste ogni qualvolta si tenti di risolvere problemi di asimmetrie ricorrendo all'informazione, percepita come salvifica ma in realtà, spesso, assolutamente inefficace, quando non dannosa[24]. In altri termini: la trasparenza non può limitarsi ad un mero obbligo informativo, ma deve essere effettiva ed estendersi più ai comportamenti, che ai prodotti.

---

21 R. D'Ambrosio, *La vigilanza europea e nazionale*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a c. S. Amorosino, Milano, 2014, pp. 34 ss.

22 F. Vella, *La riforma della vigilanza: tanto rumore per nulla*, in Anal. giur. economia, 2006, pp. 117 ss.

23 La portata informativa nei servizi di investimento è esplicitata, come è noto, dall'art. 36 Reg. CONSOB 20307/2018, il quale fa riferimento a "*natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi a essi connessi*", richiamando inoltre concetti quali "comprensibilità" e "cognizione di causa", del resto ripresi dalla Direttiva 2004/39/CE.

Le (non poche) criticità dell'approccio sono sintetizzate da A. Perrone, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in Banca, borsa e tit. cred., 2006, in part. a p. 10, dove si sottolinea che, di fatto, "*la trasmissione di informazioni è concettualmente, ma non praticamente, separabile dalla consulenza*".

24 In particolare, sull'inefficienza dell'informazione sotto il profilo finanziario, v. P. Lucantoni, *L'informazione da prospetto*, Milano, 2020, pp. 62 ss.; dubbi non dissimili hanno espresso anche F. S. Costantino, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in Foro it., 2008, 2, p. 62 e A. Zoppini, *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in AA.VV., *Atti per i seminari celebrativi per i 40 anni all'istituzione della Consob*, 2015, pp. 257 ss.

Sulla generale inefficacia dei modelli basati sulla trasparenza rispetto a quelli basati su strumenti più avanzati di giustizia commutativa, v. A. Perrone, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in Banca, borsa e tit. cred., 2015, pp. 1 ss.

In chiave esegetica, non mi sembra inutile rilevare la differente funzione della trasparenza nel TUF e nel TUB: in quest'ultimo, infatti, essa è vista non come criterio di carattere generale, ma piuttosto finalizzata ai rapporti con la clientela in tema di condizioni contrattuali. L'art. 127 TUB, infatti, stabilisce chiaramente questa specifica finalizzazione, quando afferma che le autorità di vigilanza esercitano i poteri "*previsti dal presente titolo avendo riguardo, oltre che alle finalità indicate nell'art. 5, alla trasparenza delle condizioni contrattuali*"[25].

Il TUF e il TUB mantengono dunque certamente distinto l'ambito della trasparenza nei contratti bancari e in quelli di investimento, proprio per la diversa finalità economica che tali contratti rivestono. Rimangono i dubbi, più volte espressi, sulla efficacia dell'impianto informativo previsto dal regolatore nei servizi di investimento, scarsamente idoneo, se individualmente considerato, a fornire un efficace presidio alle asimmetrie contrattuali al fine di consentire scelte consapevoli e conformi all'interesse dell'investitore.

3. L'approccio europeo tra incentivo all'investimento e educazione finanziaria

Sarebbe dispersivo e (forse) inutile, visti gli scopi di questo intervento, un tentativo di ricostruzione sistematica della normativa europea in tema di regolazione dei mercati banco-finanziari, che finirebbe col tradursi in una serie quasi illimitata di interventi e provvedimenti. Mi limiterò dunque ad esaminare le più recenti tendenze del regolatore eurounitario, soprattutto con attenzione all'approccio verso l'investitore retail che, come si è visto, è in realtà un risparmiatore sotto altra veste.

Sotto questo profilo, il punto di partenza è senz'altro costituito dalla Savings and Investments Union (SIU), ossia quella strategia che ha preso l'avvio con la Comunicazione del 19.3.2025 all'intento di formulare "*una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE*". La Comunicazione si inquadra peraltro nella strategia complessiva denominata "Una bussola per la competitività", pubblicata il 29.1.2025[26], e a propria volta basata sui rapporti di Enrico Letta[27] e Mario Draghi[28], anche se *in nuce* la precedente Retail Investments Strategy già costitutiva un valido

25 Sul punto v. F. Sartori, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in Riv. trim. dir. econ., 2022, supp. 3 al n. 1, pp. 18 ss.

26 M. Maggiolino, *La bussola per la competitività: un futuro tutto da realizzare*, in Dialoghi di diritto dell'economia, 2025, pp. 387 ss.

27 E. Letta, *Much More than a Market: Speed, Security & Solidarity - Empowering the Single Market to Deliver a Sustainable Future and Prosperity for All EU Citizens*, Report by Enrico Letta, Brussels, 17 April 2024, at https://www.consilium.europa.eu/media/ ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf

28 M. Draghi, Speech of Mario Draghi at the Conference "*European Pillar of Social Rights: The La Hulpe Declaration on the Future of Social Europe*", La Hulpe, Belgium, 15 https://belgian-presidency.consilium.europa.eu/en/events/european-pillarof-social-rights-the-la-hulpe-declaration-on-the-future-of-social-europe/

punto di partenza[29].

L'intento dichiarato di tale strategia è quello di convogliare una parte consistente del risparmio dei cittadini europei verso gli investimenti[30], specie gli investimenti produttivi o quelli, ad esempio, nell'economa green[31], così da consentire il miglioramento del tasso di crescita dell'economia UE, ma al contempo di ridurre la dipendenza dell'economia finanziaria europea da attori esterni[32]. Al contempo, la strategia mira a svincolare in parte le PMI dalla dipendenza dai prestiti erogati dal sistema bancario, attenuando dunque la tendenza bancocentrica dei mercati eurounitari.

A propria volta, la SIU si inserisce nel contesto dell'insoddisfacente risultato della precedente strategia della CMU (Capital Markets Union), illustrata nella Comunicazione 30.9.2015 della Commissione Europea, i cui risultati sono stati decisamente inferiori alle aspettative[33].

Se si vanno ad analizzare i punti della Comunicazione SIU, gli scopi dell'azione della Commissione sono assolutamente espliciti: anzitutto, si specifica che "*i risparmiatori al dettaglio svolgono già un ruolo centrale nel finanziamento dell'economia dell'UE attraverso i depositi bancari, ma devono essere incoraggiati e incentivati a detenere una parte più ampia dei loro risparmi in strumenti del mercato dei capitali*". Ovvio che la contropartita sia, come è stato immediatamente notato[34], una maggior rischiosità per le famiglie rispetto all'accantonamento in risparmio bancario, e dunque la necessità di apprestare forme di tutela rigorose. Aggiungo che, come è stato dimostrato durante la crisi finanziaria del 2008, il fatto che i risparmiatori retail investano in strumenti di capitale tende ad amplificare gli effetti delle instabilità finanziarie, con effetti a catena che rischiano di approfondire ed ampliare la durata delle crisi.

Una misura (in parte) protettiva, in questo senso, è quella volta ad incentivare l'alfabetizzazione finanziaria dei cittadini; ma tale misura, a mio avviso, si scontra con i rilievi

29 V. in proposito D. Andracchio, *Regolazione basata sull'informazione, autorità europee di vigilanza e tutela degli investitori* retail, in Riv. dir. banc. 2024, pp. 737 ss.

30 M. Comana, *La SIU: il nuovo quadro di riferimento per l'unione di capitali*, in Dialoghi di diritto dell'economia, 2025, pp. 442 ss.

31 D. Howarth, L. Quaglia *From Capital Markets Union to Savings and Investments Union: the shifting policy narratives on European financial market integration*, in Journal of Common Market Studies, 2026

32 D. Rossano, *Riforma del TUF e Capital Markets Union*, in AA.VV., *Principi di riforma del testo unico della finanza*, a c. A. Sacco Ginevri, Milano, 2026, p. 16

33 M. Magnus, R. Mazzocchi, G. Loi, *The ambitious Savings and Investments Union project: Lessons from monitoring Capital Markets Union progress*, Parlamento Europeo, 2026, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6071286; I. Bajakić, *Rebranding the Capital Markets Union – Towards an integrated financial ecosystem*, in Strani Pravni Život, 2025, pp. 589 ss.

34 A. Guccione, F. Vella, *Il futuro del mercato unico dei capitali: le proposte della Savings and Investments Union*, in Anal. giur. economia, 2025, p. 409

già fatti sopra in merito alla efficacia non certo dirimente del profilo informativo negli strumenti finanziari.

Un ruolo centrale è dato ad un nuovo strumento specifico, il conto corrente di risparmio e investimento, sviluppato a partire dall'esperienza svedese[35], che con una serie di benefici di natura fiscale e semplificativa accorda al correntista una tutela maggiore dell'investimento in singoli titoli finanziari. Altro pilastro sarebbe lo sviluppo delle forme di previdenza complementare, anch'esse orientate verso un incentivo alla capitalizzazione delle imprese, nel segno, tra gli altri, della sostenibilità[36].

Sebbene sia evidente lo scopo della SIU nel favorire la crescita e rendere dinamico il mercato europeo[37], permangono comunque alcuni nodi da sciogliere. Sicuramente, come la stessa Commissione auspica, il primo è quello della riduzione del livello di frammentazione dei mercati dei capitali dei Paesi membri, attraverso una loro integrazione e centralizzazione[38]. L'altro, come si accennava, è evitare che una traslazione massiccia dei risparmi bancari verso gli investimenti finanziari accentui il rischio di coinvolgere i risparmiatori nelle turbolenze dei mercati, sottraendo nel contempo liquidità alle banche, il cui ruolo nel sostenere il sistema finanziario potrebbe essere minato, creandosi così un pericolo circolo vizioso.

Il contesto, comunque, è stato nel senso di mettere al centro dell'azione la tutela degli investitori[39], anche perché, aggiungiamo, solo forme di tutela appropriata possono costituire un incentivo ad assumere diversi livelli di rischio nell'impiego del risparmio.

L'essenzialità del percorso verso la SIU, percepita, come si diceva, quale strumento per consentire l'autonomizzazione dell'UE nel quadro dei mercati finanziari internazionali, si è tradotta nell'emanazione di una ulteriore Comunicazione della Commissione sulla "Strategia per la promozione dell'alfabetizzazione finanziaria nell'UE" (30.9.2025). Nella Comunicazione, si definisce l'alfabetizzazione finanziaria come "*combinazione di consapevolezza, conoscenze, competenze, atteggiamenti e comportamenti in materia*

35 *Idem,* pp. 413 ss.

36 F. Riganti, *Previdenza complementare, sostenibilità e* Savings and Investments Union, in Riv. dir. banc., 2025, pp. 473 ss.

37 C. Di Noia, *Savings and Investments Union e concorrenza nei mercati dei capitali internazionali*, in Anal. giur. economia, 2025, pp. 400 ss.

Da una lettura diversa della SIU, nel quadro della necessità di finanziamento ai piani di difesa comune dell'UE, F. Munari, *La Politica di sicurezza e difesa comune al tempo di Trump*, in Unione Europea e Diritti, 2024, I, pp. 13 ss.

38 A. Brozzetti, *Unione bancaria e mercato unico dei capitali: qualche riflessione su sinergie e ostacoli anche nella prospettiva della "SIU"*, in European Law and Finance Review, 2025, p. 95

39 P. Lucantoni, *Dalla* Capital Market Union *alla* Savings and Investments Union*: tutela degli investitori e (assenza di) rimedi nella prospettiva eurounitaria*, in AA. VV., *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, *cit.*, pp. 203 ss.

finanziaria necessari per prendere decisioni finanziarie sensate"[40]. Essa va condotta con iniziative rivolte in generale all'intero mercato degli investitori, ma anche, in maniera specifica, a bambini, anziani e gruppi vulnerabili[41], al dichiarato scopo di promuovere la fiducia tra gli investitori al dettaglio, anche alla luce della (ipotizzata, ma comunque plausibile) relazione direttamente proporzionale tra alfabetizzazione finanziaria e investimento dei cittadini in strumenti del mercato azionario e obbligazionario[42].

4. La legge 21/2024 e la sua attuazione

In questo complesso quadro tra normativa europea e crescenti tensioni economiche, il 5.4.2024 è stata varata la legge 21/2024, meglio nota come "Legge capitali", che in parte ha direttamente modificato norme esistenti, in parte ha dato delega al Governo per l'emanazione di decreti legislativi.

La Legge capitali ha lo scopo (dichiarato) non solo di aggiornare la disciplina sulle società e i mercati finanziari, ma anche di favorire l'accesso e tutelare gli investitori, al fine di incoraggiare nuove forme di finanziamento alle imprese; uno scopo, come abbiamo visto, pienamente coerente con la strategia europea delineata nel precedente paragrafo.

I principi ispiratori della legge, come si è detto, sono espliciti: si pensi, tanto per fare un esempio, alla delega contenuta nell'art. 19, 1° co., lett. a, che elenca tra i principi e criteri direttivi quello di "*sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali*"[43]. Si cerca dunque, almeno nelle intenzioni del legislatore, di "*diversificare la raccolta di risorse storicamente incardinata, come è fin troppo noto, su*

40 Si consideri, come riferimento, la corrispondente nozione elaborata dalla US Financial Literacy and Education Commission, che fa riferimento a "*the ability to use knowledge and skills to manage financial resources effectively for a lifetime of financial well-being*". V. G. Nicolini, M. Haupt, *The assessment of financial literacy: new evidence from Europe*, in International Journal of Financial Studies, 2019, 7, p. 54

41 Cfr. T. Agatisti, G. Iannotta, *Advancing financial literacy in the EU: challenges, opportunities, and actionable approaches*, EU Commission Joint Research Centre, 2025, pp. 11 ss.

42 Sul ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria v. L. Anderloni, O. Moro, D. Vandone, *Alfabetizzazione finanziaria e digitale e fragilità finanziaria: quale relazione?*, in AA.VV., *Mercati finanziari e transizione digitale. Una tassonomia*, a c. L. Ammannati, A. Capena, G. L. Greco, U. Minneci, Milano, 2025, pp. 3 ss; L. Gobbi, *Competenze digitali e fintech. Un confronto tra fasce di età*, ivi, pp. 19 ss.

43 Cfr. sul punto P. Valensise, *Di alcune possibili prospettive di riforma in favore dell'apertura delle società al mercato dei capitali. Brevi (e problematiche) considerazioni*, in Anal. giur. economia, 2025, pp. 697 ss.

uno stretto rapporto tra banca e impresa"[44].

Analoghe misure di *favor* per l'attrattività degli investimenti e dunque dei finanziamenti (anche) alle PMI sono stabilite, tra gli altri, dagli artt. 8 (semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione), 16 (semplificazione della vigilanza su Sicaf e Sicav) e soprattutto 25 (educazione finanziaria).

Iniziando proprio da quest'ultimo tema (che, come si è precedentemente visto, è di particolare importanza al fine di individuare gli strumenti specifici di tutela dell'investitore *retail*), non sono mancate voci critiche alla riforma, più che altro per la mancanza della previsione di un ampliamento alla "cultura d'impresa" dei nuovi strumenti di educazione finanziaria[45] ovvero per la mancanza di una prospettiva di genere nell'inclusione finanziaria, che era stata auspicata da alcuni[46].

Gli interventi di semplificazione, viceversa, costituiscono una forma di tutela indiretta all'investimento nelle imprese, rendendolo maggiormente attrattivo e confermando il tentativo del legislatore (tentativo, lo dico subito, non sempre coerente con sé stesso) verso lo snellimento di ogni forma paraburocratica[47].

A tale semplificazione, per la verità, non si è sempre accompagnata una efficace forma di tutela diretta nei confronti delle minoranze[48], che necessariamente avrebbe costituito il presupposto di un incentivo efficace alla raccolta del risparmio tramite investimento nel mercato dei capitali. D'altro canto, gli interventi (spesso caotici) si sono concentrati anche sulla attrattività dello strumento del *crowdfunding* per il finanziamento

44 G. D. Mosco, F. Vella, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in Anal. giur. economia, 2024, p. 19. Peraltro, lo scopo di attenuare l'eccessivo bancocentrismo del nostro sistema economico non è realizzato in maniera pienamente coerente, ed anzi incontra più di una criticità, come non mancano di rilevare gli A. ora citati.

45 U. Morera, *Educazione finanziaria, cultura d'impresa ed "educazione societaria" nelle scuole: (art. 25, legge n. 21/2024): due brevi riflessioni critiche*, in Anal. giur. economia, 2024, pp. 97 ss.

46 V. M. Pellegrini, A. Davola, *Indipendenza economica e* empowerment *femminile: riflessioni in prospettiva di genere sul diritto del mercato finanziario*, in Riv. trim. dir. econ., 2024, supp. 1, pp. 401 ss.

47 Si sofferma sulla "furia semplificatrice" che caratterizza anche il Regolamento 2024/2089 F. Annunziata, *Le offerte al pubblico di prodotti finanziari e il prospetto informativo. Un totem della* Capital Markets Union *(da riconsiderare?)*, in AA.VV., *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, *cit.*, pp. 11 ss.

48 V. sul punto le critiche di R. Lener, *Dematerializzazione e digitalizzazione di strumenti finanziari. Le quote di s.r.l.*, in Orizzonti del diritto commerciale, 2024, pp. 827 ss.; v. anche G. D. Mosco, F. Vella, *op. loc. cit.*, che criticano in particolare l'abolizione dell'art. 116 TUF e degli obblighi informativi e di trasparenza delle società a capitale diffuso.

delle società di capitali, in particolare delle s.r.l.[49].

Tuttavia, il punto maggiormente qualificante – quantomeno per quello che qui ci interessa – della Legge capitali è contenuto nell'art. 19, che ha attribuito al governo la delega per emanare uno o più decreti legislativi di attuazione. È interessante, in particolare, esaminare i principi e criteri direttivi, alcuni dei quali evocano immediatamente la strategia volta alla migrazione del risparmio privato verso gli investimenti; si noti, ad esempio, oltre a quelli già citati, quanto stabilisce il principio di cui all'art. 19, co. 2, lett. d (*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*) o ancora, parlando di semplificazione, quanto previsto dalla successiva lettera e (*semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina*").

Il governo ha esercitato la delega con il d.lgs. 27.3.2026 n. 47, il quale ha apportato significative modifiche al TUF e al codice civile.

In particolare, per quanto riguarda il tema specifico della tutela dell'investitore *retail*, il decreto (modificando l'art. 5, co. 1, lett. b) del TUF) ha introdotto lo strumento della promozione dell'alfabetizzazione finanziaria quale mezzo specifico di protezione degli investitori. In questo caso, il legislatore delegato è stato coerente con la strategia di considerare gli strumenti di *empowerment* cognitivo funzionali alla tutela dell'investitore, sulla quale non nascondo peraltro un certo scetticismo, se non altro in assenza di soluzioni pratiche che consentano concretamente di fare in modo che l'investitore retail sia messo in grado di comprendere i meccanismi di investimento, senza che esse si traducano in generici programmi facoltativi di educazione finanziaria[50].

Di grande importanza è poi l'introduzione della figura della società di partenariato, quale forma specifica di raccolta del risparmio privato. Come è stato notato[51], in questo

---

49 Interessanti, sul profilo delle interferenze tra legge capitali e d. lgs. 30/2023, le riflessioni di P. Spolaore, *La partecipazione in s.r.l. tra* crowdfunding *e dematerializzazione*, in Orizzonti del diritto commerciale, 2024, pp. 175 ss., specie in tema di scopo della partecipazione nella s.r.l. *crowdfunded* e perseguimento, da parte del *crowdfunder*, di una specifica volontà di indirizzamento del proprio investimento; sotto questo profilo, quantomeno sotto l'aspetto strettamente socio-economico, si potrebbe trovare una analogia tra il *crowdfunding* e l'investimento in fondi comuni fortemente caratterizzati nella destinazione della massa raccolta.

Sull'impatto della legge capitali sul *crowdfunding* v. anche E. Fregonara, *Il* crowdfunding *dell'impresa innovativa sostenibile (PMI e s.r.l.): tipologie e novità*, in Banca impr. soc, 2024, pp. 221 ss., nonché S. Corso, A. Laudonio, *Le s.r.l. aperte al mercato tra* crowdfunding *e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in Orizzonti del diritto commerciale, 2024, pp. 119 ss.

50 Provocatoriamente, ma non del tutto, ritengo dovrebbe essere presa in considerazione l'idea di subordinare l'operatività diretta sul *trading online* al conseguimento di una sorta di "patentino" che comporti il superamento di un test sulla consapevolezza finanziaria.

51 M. Irrera, *La società di partenariato nella riforma del TUF. Una nuova stagione dell'accomandita per azioni*, in Non solo diritto bancario, Febbraio 2026

modo si rivitalizza la società in accomandita per azioni riportandola alla funzione originaria, piuttosto che a quella, che aveva assunto nella pratica capitalistica italiana, di "cassaforte di famiglia". In altri termini, la società di partenariato si pone come "*ponte tra risparmio e impresa*" confermando, ancora una volta, l'intento del legislatore, sul solco tracciato dalle strategie europee, di spostare l'asse del finanziamento alle imprese verso un modello maggiormente mercatocentrico.

Restano ovviamente i dubbi rispetto alla sovrapposizione tra raccolta bancaria e raccolta finalizzata all'investimento, nel quadro dei ben più stringenti vincoli di vigilanza sulle banche rispetto ad altri soggetti[52].

Lo stesso discorso può sostanzialmente farsi per la parte del decreto che prevede la disciplina dei GEFIA sotto soglia, sottoposti ad una vigilanza notevolmente semplificata (in maniera non dissimile, *mutatis mutandis*, da quanto la direttiva 2000/46/CE aveva previsto per gli IMEL rispetto alle banche). Si vuole evidentemente favorire l'accesso di soggetti meno strutturati al mercato dei capitali (e quindi agli investimenti privati)[53], ovviamente accentuando il profilo di rischio rispetto al risparmio bancario.

Altri interventi sono andati nel senso di semplificazione degli strumenti di vigilanza (ripartendo in maniera più chiara le competenze tra Banca d'Italia e Consob per quanto riguarda i servizi di investimento). In questo caso, mi sembra che l'intervento vada nella direzione giusta, che è quella di snellire gli adempimenti prodromici all'accesso al mercato finanziario senza per questo diminuire le soglie minime di tutela degli investitori.

Si potrebbe continuare, delineando gli interventi indiretti che, pur non avendo come oggetto immediato la tutela dei risparmiatori retail, possano comunque andare a loro vantaggio, come la disciplina sul voto multiplo e le norme *sull'interlocking directorate*. Sono temi, tuttavia, sui quali certamente gli studiosi di diritto commerciale avranno molto da dire.

5. Conclusioni: l'investitore adempie ad interessi generali ex art. 118 Cost.?

Ho sottolineato in più di una occasione, in questa mia analisi, l'interesse sotteso alle nuove norme, europee e nazionali, volte a favorire una progressiva traslazione, almeno parziale, del risparmio provato verso gli investimenti nelle imprese; interesse che, come si è visto, sottende il duplice scopo del finanziamento diretto dell'economia reale e della autonomizzazione dell'Europa dai grandi conglomerati finanziari internazionali.

La riflessione che voglio fare in chiusura è se si possa estendere il contesto degli interventi, che sicuramente prende spunto dalle forme complessive di tutela del mercato e

52 Rimando ad alcune considerazioni svolte in G. Lemme, *op. ult. cit*, pp. 236 ss.; v. anche G. Desiderio, *La disintermediazione delle banche: itinerari normativi ed evoluzione*, in Euro Balkan Law Review, 2025, pp. 76 ss.

53 V. in proposito P. R. Amendola, *La riforma del TUF e le novità per gli intermediari*, in Non solo diritto bancario, Gennaio 2026.

dei suoi attori (consumatori e investitori retail *in primis*) nell'ambito di un nuovo ruolo da attribuire a questi ultimi, che possa, in certo modo, favorire la tutela di interessi generali.

L'immediato riferimento è all'art. 118, 4° co. Cost, ed in particolare al principio di sussidiarietà orizzontale, per il quale cittadini "*singoli o associati*", sono favoriti nella misura in cui possano svolgere attività di interesse generale[54].

È chiaro che, sinora, l'interpretazione della norma costituzionale si è posta principalmente con riguardo ad alcune attività (in campo culturale, sanitario, assistenziale, sportivo, scolastico), anche se non sono mancate possibili estensioni ad altri ambiti, ivi compresi quelli più strettamente economici[55]. Ad esempio, il principio per il quale le imprese possono rendersi protagoniste dei meccanismi di sussidiarietà economica (quale specifica declinazione della sussidiarietà orizzontale) è ampiamente accettato[56], così come è pacifico che i cittadini possano fornire un contributo al miglioramento di un settore di evidente rilevanza economica (quale quello dell'energia) attraverso lo strumento delle "comunità energetiche"[57] o ancora, agendo nell'ambito della libertà d'impresa, possono sostituirsi alla P.A. permettendo a quest'ultima di dedicare risorse ad altre attività essenziali nelle quali i privati non possono intervenire[58].

Se è certamente vero che il principio di sussidiarietà orizzontale è stato soprattutto inquadrato nell'ambito delle formazioni sociali, piuttosto che rispetto ai singoli, e posto in diretto rapporto con il solidarismo richiamato dall'art. 2 Cost.[59], sta che lo stesso art. 118 menziona i singoli come "attori" della sussidiarietà.

Se allora si accetta la lettura qui proposta, certamente si va oltre la dimensione prefigurata nella riforma costituzionale del 2001 (che vedeva i cittadini, singoli e associati, affiancarsi consapevolmente agli enti pubblici per il perseguimento di interessi generali), in quanto il risparmiatore che dirotta il proprio denaro verso gli investimenti è, in un

54 v. sul punto le riflessioni di G. U. Rescigno, *Principio di sussidiarietà orizzontale e diritti sociali*, in Dir. Pubblico, 2002, I, pp. 46 ss., ove si estende la portata del termine "interesse generale" all'insieme dei principi della Costituzione.

55 V. ad es. TAR Lombardia (Brescia), 94/2003, che ha sottolineato come attività dei privati che si traducano in un miglioramento del contesto economico del territorio rispondono al principio di sussidiarietà orizzontale; v. sul punto D. Bolognino, R. Cameli, F. Giglioni, *La sussidiarietà orizzontale nella giurisprudenza italiana e comunitaria*, in Labsus Paper 11, 2009, pp. 12 ss.

56 G. D. Mosco, *Sussidiarietà orizzontale, imprese, burocrazia*, in Anal. Giur. Economia, 2020, pp. 275 ss.; B. Celati, *Sussidiarietà orizzontale e attività di rilevanza economica. Beni comuni, servizi pubblici locali e impresa*, in AA.VV., *La cura dei beni comuni tra teoria e prassi*, a c. D. Donati, Milano, 2024, pp. 313 ss.

57 G. Gotti, M. Greco, *Il principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale e l'Unione Europea: il caso della disciplina delle comunità energetiche*, in Dir. pubb. eur., 2025, pp. 127 ss.

58 Così TAR Lazio, sent. 1890/2006.

59 G. Pisani, *Oltre il confinamento amministrativo del principio di sussidiarietà orizzontale. La sfida politica della solidarietà*, in Politica del diritto, 2023, pp. 529 ss.

certo qual senso, inconsapevole di perseguire (anche) un interesse generale attinente al mercato. D'altra parte, come è stato notato[60], le stesse Casse di Risparmio costituivano una forma di gestione del credito per interessi sociali, a riprova del fatto che non è estraneo al nostro ordinamento il concetto che i cittadini possano rendersi attori virtuosi di meccanismi sociali, senza necessariamente averne la piena contezza.

Sotto questo profilo, sempre volendo richiamare l'art. 118, 4° co. Cost., il verbo "*favoriscono*", che in questo caso sarebbe riferito allo Stato, ben spiegherebbe e giustificherebbe l'approdo legislativo verso una incentivazione dell'investimento privato, che possa costituire una evoluzione dell'originaria *ratio* del dettato costituzionale.

Rimangono, come ho più volte accennato, i dubbi sulle implicazioni di questa scelta, le cui conseguenze, è bene chiarirlo – senza che questa suoni come una bocciatura delle nuove regole, che del resto si muovono nel solco di una strategia eurounitaria – saranno anche di esporre i risparmiatori retail ai rischi di mercato.

60 M. Olivi, *Principio di sussidiarietà orizzontale e regole di diritto privato*, in Ricerche giuridiche, 2013, pp. 487 ss.

La nuova società di partenariato nel prisma degli Oicr societari

Francesco Accettella
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi "G. D'Annunzio" Chieti-Pescara

Sommario: 1. Premessa. – 2. La nozione e i diversi modelli. – 3. La forma di s.a.p.a. – 4. Il regime di separazione patrimoniale. – 5. La scelta del tipo societario tra vincoli di fattispecie e opzioni statutarie.

1. Premessa

Uno degli obiettivi dichiarati della riforma della gestione collettiva del risparmio – ad opera del d.lgs. 29 aprile 2026, n. 86 (pubblicato in G.U. 21 maggio 2026, n. 116) – era quello di rivitalizzare gli OICR societari. In particolare, l'art. 19, comma 2, lett. d), legge 5 marzo 2024, n. 21, nel delegare il governo alla riforma del t.u.f., delineava il seguente criterio direttivo: «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».

Sul fronte delle *forme societarie* utilizzabili nell'ambito del servizio di gestione collettiva del risparmio, il dato empirico mostra il pressoché nullo successo dei modelli esistenti. I dati aggiornati al momento in cui si scrive, tratti dall'albo *ex* art. 35-*ter* t.u.f.[01], evidenziano numeri impietosi in Italia: zero Sicav iscritte tanto nella sezione degli OICVM quanto in quella dei FIA; sedici Sicaf iscritte, per lo più operanti nel settore immobiliare. E ciò a fronte di dati molto diversi sulla diffusione degli Oicr societari provenienti dall'estero, dove peraltro esiste un maggiore ventaglio di modelli, alcuni molto diffusi come

01 Ove non diversamente specificato, le norme richiamate di seguito nel testo si riferiscono al t.u.f., come modificato per effetto del d.lgs. n. 86/2026.

la *Limited Partnership*[02].

Nell'intento di rivitalizzare gli Oicr societari italiani, aprendo alle esperienze degli altri Paesi e rendendoli così più attrattivi per gli investitori esteri, la riforma introduce, di fianco alla Sicaf, un nuovo modello di Oicr italiano chiuso, qual è la società di partenariato, che adotta la forma di società in accomandita per azioni e rappresenta un tentativo, anch'esso dichiarato, di innesto nel nostro ordinamento di "analoghi" modelli esteri. Si tratta tuttavia di una forma di innesto che – come si avrà modo di sostenere nel prosieguo – mantiene delle sue peculiarità.

2. La nozione e i diversi modelli

La definizione è contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. i-*quater*.1): si tratta de «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».

La definizione – per quanto non così snella nella sua formulazione – ricorda quella della Sicaf, della quale rispetta i confini più ampi dell'attività, ma se ne distacca per alcune fondamentali peculiarità di cui si darà conto tra un attimo.

Quanto al perimetro dell'attività, anche l'oggetto sociale della società di partenariato è esclusivo e non può estendersi di là dall'investimento collettivo del patrimonio raccolto, innanzitutto mediante l'offerta delle proprie azioni e di strumenti finanziari partecipativi (art. 1, comma 1, lett. i-*quater*.1). E anche per la società di partenariato si ripropone, in conformità con lo schema delle Sicaf, l'articolazione, frutto della riforma, in «società di partenariato in gestione interna» (lett. i-*quater*.2), «società di partenariato in gestione interna autorizzata» (lett. i-*quater*.3), «società di partenariato sotto soglia registrata» (lett. i-*quater*.4) e «società di partenariato in gestione esterna» (lett. i-*quater*.5).

La «società di partenariato in gestione interna autorizzata» è sottoposta all'autorizzazione della Banca d'Italia per la «prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio» (art. 35-*novies*.1, comma 1) e a un sistema di vigilanza pieno, fondato – come ricorda la *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.2 t.u.f.) – sull'iscrizione nell'apposito albo a cura della medesima Autorità di vigilanza. Ci si allinea qui alla novità di scarso impatto pratico, ma di rilevanza sistematica, contenuta, per le Sicav e le Sicaf, nell'art. 35-*bis*, che anche nella rubrica cessa di essere una norma relativa all'autorizza-

02 Per un panorama dei principali ordinamenti europei v. F. Annunziata, *La Sicaf nel quadro degli schemi organizzativi degli Oicr, tra disciplina interna e UE*, in *Le SICAF. Profili societari e regolamentari*, a cura di F. Annunziata e M. Notari, Milano, 2021, 5 ss.

zione alla costituzione (com'era precedentemente[03]) per diventare una norma relativa all'autorizzazione delle Sicav e delle Sicaf (in gestione interna) allo svolgimento dell'attività o, meglio, alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. Stando alla *Relazione illustrativa* (*sub* art. 3, lett. *g*), una simile modifica si spiega nell'ottica di consentire, anche alle società per azioni già esistenti, «di trasformarsi in Sicav o Sicaf in gestione interna previo rilascio dell'autorizzazione della Banca d'Italia all'esercizio della gestione collettiva». Specularmente, si deve ammettere che una s.a.p.a. già esistente possa deliberare una modifica dell'atto costitutivo (non tecnicamente una trasformazione, se si accede alla tesi secondo cui il tipo non cambia[04]) e, in particolare, della denominazione e dell'oggetto sociale (che diventa esclusivo) per divenire società di partenariato.

Assume piena cittadinanza, anche nell'ambito della società di partenariato, la forma più snella di accesso rappresentata dal gestore sotto soglia registrato, ispirata alla volontà di eliminare per l'Italia scelte normative restrittive rispetto a quelle assunte da altri Paesi europei nel solco della direttiva AIFM[05] (art. 3, parr. 2, 3 e 4), che erano sfociate in un evidente fenomeno di *gold plating*[06]. La maggiore snellezza per questi Oicr sotto soglia

03 E v. sul punto M. Notari, *La struttura finanziaria delle Sicaf: capitale sociale, conferimenti, azioni e strumenti finanziari*, in *Le SICAF. Profili societari e regolamentari*, a cura di F. Annunziata e M. Notari, Milano, 2021, 43

04 Al riguardo v., *infra*, par. 3.

05 Si tratta della direttiva 2011/61/UE 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* (c.d. *Alternative Investment Fund Managers Directive*, AIFMD), da ultimo modificata dalla la direttiva (UE) 2024/927 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 marzo 2024.

06 In tal senso F. Annunziata, *La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza*, in corso di pubblicazione su questa *Rivista*, 2026, I, par. 6; in sede di lavori parlamentari, nell'ambito dell'esame dello Schema di decreto legislativo per la riforma del Testo Unico della Finanza, v. pure l'Audizione del 26 novembre 2025 presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze di Senato e Camera del Capo del Dipartimento di Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Giuseppe Siani (reperibile sul sito internet *www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2025/Siani-26.11.2025.pdf*); per l'esigenza di far emergere il mondo sommerso dei «gestori di fatto» non autorizzati v., infine, R. Lener, *Valutazioni conclusive sulla riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, in corso di pubblicazione negli Atti del Convegno *La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, Banca d'Italia, Roma, 30 gennaio 2026 (consultato per cortesia dell'Autore), par. 1, il quale però ricorda, pur evidenziando alcune differenze (come la presenza comunque, per i gestori sotto soglia, di alcuni limitati poteri di vigilanza in capo alle Autorità), la scelta poco felice fatta in passato in merito alla differenziazione tra intermediari finanziari non bancari *ex* artt. 106 e 107 t.u.b.

si traduce nella previsione di una mera registrazione, anziché di un'autorizzazione[07]. *A ciò si aggiung*ono l'esonero, ai sensi dell'art. 35-*quaterdecies*, comma 9, dalla vigilanza di tipo prudenziale della Banca d'Italia, oltre che dai controlli della Consob sul rispetto delle regole di condotta (trasparenza e correttezza)[08], e l'applicazione della disciplina della crisi ordinaria, ossia delle procedure disciplinate dal codice della crisi, anziché di quelle speciali di cui al t.u.f. (art. 57-*quater*)[09]. I poteri di supervisione delle Autorità di vigilanza sono fondamentalmente rivolti ad assicurare il rispetto delle condizioni per la registrazione e il «contenimento del rischio sistemico» (art. 35-*septiesdecies*)[10]. Rimangono al di fuori di questa disciplina di favore le regole di diritto societario, se non limitatamente alla possibilità di ampliare in via statutaria le cause di recesso indicate nell'art. 35-*novies*.4, comma 2, disciplinandone modalità e condizioni di esercizio (art. 35-*sexiesdecies*, ult. comma).

A fronte di una simile disciplina, concepita in definitiva per ridurre in maniera significa-

07 E v. la diversa impostazione prevista, prima della riforma, per i gestori sotto soglia *autorizzati* e per la società di investimento semplice (SiS) dall'art. 35-*undecies* t.u.f. (oggi abrogato): in tema cfr. M.L. Passador, *Le Società di Investimento Semplice (SiS): un "Oicr semplificato" a supporto di s.r.l. PMI e* start-up, in *Le SICAF. Profili societari e regolamentari*, a cura di F. Annunziata e M. Notari, Milano, 2021, 403; A. Capizzi, P. Agstner, P. Giudici, *Venture Capital e OICR: le società di partenariato*, in *Società*, 2026, 774.

08 A costo di dover accettare – lo ricorda la *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*sexiesdecies* t.u.f.) – che, per i GEFIA sotto soglia registrati, «la corretta prestazione del servizio di gestione collettiva, in tutte le sue articolazioni, è rimessa alla responsabilità delle parti»; secondo F. Annunziata, *La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza,* cit., par. 6, sul punto il legislatore italiano è andato oltre quello che sarebbe stato lecito attendersi sulla base delle scelte dei Paesi esteri, nella misura in cui l'assenza di autorizzazione si accompagna a «un regime di vigilanza estremamente semplificato».

09 Nel senso della maggiore coerenza della disciplina ordinaria della crisi d'impresa con la natura di soggetti non sottoposti a vigilanza prudenziale piena, propria dei gestori sotto soglia registrati, v. F. Annunziata, *La riforma della gestione collettiva del risparmio e della disciplina degli intermediari. Principi ispiratori e linee di sviluppo del nuovo T.U.F.,* in *Società*, 2026, 763.

10 Pur essendo i numeri attuali dei gestori sotto soglia abbastanza contenuti – giacché, secondo i dati riportati nella *Relazione illustrativa* (*sub* art. 3), il patrimonio complessivo da essi gestito ammontava a fine 2024 a 4,2 miliardi, pari al 2,3% del totale dei GEFIA, con n. 76 GEFIA sotto soglia e una media di circa 70 mln per gestore –, è da tener conto, da un lato, che i numeri potrebbero crescere di fronte alla disciplina di favore introdotta dalla riforma, dall'altro lato, che (e v. ancora la *Relazione illustrativa*, *sub* nuovo art. 35-*septiesdecies*) un siffatto rischio sistemico potrebbe manifestarsi a livello aggregato, e non del singolo gestore sotto soglia, meritando da questo punto di vista la vigilanza prevista dalla legge: sul punto v. anche la citata Audizione del 26 novembre 2025 presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze di Senato e Camera del Capo del Dipartimento di Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Giuseppe Siani.

tiva i costi di *compliance* rispetto alle prescrizioni di vigilanza[11], il gestore sotto soglia – e, in particolare, la società di partenariato sotto soglia – gestisce un attivo patrimoniale di valore non superiore a 100 milioni di euro ovvero 500 milioni di euro, se la società non fa ricorso alla leva finanziaria e non consente agli investitori l'esercizio del diritto di rimborso nei cinque anni successivi all'investimento iniziale [art. 35-*quaterdecies*, comma 1, lett. *e)*, richiamato, per le società di partenariato, dal comma 3]. Ma soprattutto, per i gestori sotto soglia, è prevista una riserva dell'investimento a beneficio di soci investitori professionali ovvero – se lo statuto lo prevede – di investitori non professionali che sottoscrivono o acquistano azioni per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro e purché dimostrino con idonee evidenze di avere un portafoglio finanziario non inferiore a cinque milioni di euro [art. 35-*quaterdecies*, comma 1, lett. *l)*, anch'esso richiamato, per le società di partenariato, dal comma 3] e, dunque, di investitori in ipotesi capaci di tutelare i propri interessi senza fare esclusivo affidamento sui meccanismi di vigilanza pubblica. Va rilevato ad ogni modo che la riserva a favore di investitori professionali o, comunque, finanziariamente "evoluti", nel caso della società di partenariato, deve essere coordinato e, in verità, pare destinato ad essere assorbito dal peculiare regime di riserva nella sottoscrizione delle azioni e degli altri strumenti finanziari emessi per raccogliere il patrimonio, previsto per le società di partenariato autorizzate [v. art. 35-*novies*.1, comma 1, lett. *i*), per le società in gestione interna, e art. 38-*bis*, comma 1, lett. *f*), per le società in gestione esterna], di cui si dirà meglio più avanti.

Degno di maggiore rilievo è il caso dell'Oicr societario in gestione esterna, molto diffuso all'estero, per esempio in Lussemburgo con riferimento ai *Fonds d'Investissement Alternatifs Réservés* (c.d. FIAR) di cui alla *Loi du 23 juillet 2016*, che possono assumere forma societaria[12]. Ebbene, anche nel caso della società di partenariato italiana, la gestione può essere affidata a un soggetto esterno, qualificandosi in tal caso la prima come una sorta di «fondo-prodotto»[13] e beneficiando di una disciplina meno invasiva, che si sostanzia nel venir meno dell'autorizzazione e della vigilanza, spostate sul gestore esterno. Lo schema in effetti ripropone, seppur su base societaria, il modello della Sgr e del fondo comune di investimento da questa gestito, che nel nostro caso corrispondo-

11 Positivo il giudizio espresso da P. Angelini, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza,* Intervento al convegno dal titolo *La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, Centro Convegni Carlo Azeglio Ciampi, Roma, 30 gennaio 2026, 4, reperibile sul sito internet *www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2026/20260130-angelini/index.html*; nello stesso senso v. pure 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 *Società*, 2026, 753; F. Annunziata, *La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza,* cit., par. 6; sul punto v. infine la *Relazione illustrativa* (*sub* art. 3).

12 Su tale esperienza v. F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme,* Milano, 2017, 78 s.

13 Così la *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.1 t.u.f.).

no, rispettivamente, al gestore esterno e alla società di partenariato eterogestita[14]. Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. i-*quater*.5), la società di partenariato in gestione esterna è quella «che designa» un gestore esterno «secondo quanto previsto dall'articolo 38-*bis*». *Stando a quest'ultima previsione, la designazione del gestore esterno avviene dunque* mediante una clausola statutaria, ché tra le condizioni richieste per la società di partenariato in gestione esterna v'è la previsione statutaria dell'affidamento, con riferimento all'intero patrimonio raccolto, della prestazione delle attività di gestione del patrimonio a un gestore esterno e l'indicazione della società designata (comma 1, lett. e). Sembra dunque da scartare l'alternativa ipotizzata in dottrina di qualificare il rapporto tra società di partenariato e gestore esterno alla stregua di una delega di funzioni, *sub specie* di delega alla gestione di portafogli *ex* regolamento UE n. 231 del 2013 (v. Sezione 8), configurandosi invece l'affidamento della gestione a un soggetto esterno come una scelta istituzionalizzata dei soci frutto della loro autonomia statutaria[15].

Venendo alle peculiarità del nostro modello rispetto agli altri Oicr statutari, sul fronte dell'oggetto sociale, la società di partenariato viene introdotta come un operatore specializzato nella gestione collettiva a beneficio di operazioni di *private equity* e *venture capital*. Rispetto al modello della Sicaf (e della Sicav), che è già una società con oggetto esclusivo, qui si assiste a un ulteriore restringimento, giacché l'investimento collettivo deve realizzarsi per l'appunto «nelle forme del private equity e del venture capital» e, dunque, confluire verso imprese non quotate[16], i cui strumenti di capitale o di debito sono per definizione illiquidi e rischiosi. Varrebbe la pena chiedersi quali siano le ragioni di una simile scelta. Sul punto, appare non decisiva la presa d'atto della rilevanza del mercato del *private equity* e *venture capital* e della necessità di potenziarlo, oltre che di dotarlo di strumenti ulteriori già adottati in altri Paesi, per convogliare il risparmio

14 Di mero «contenitore degli asset degli investitori» discorre, con riguardo all'Oicr societario eterogestito, F. Annunziata, *La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza,* cit., par. 11.

15 Propone le due alternative R. Lener, *op. cit.*, par. 4; nel senso del testo v., già prima della riforma del t.u.f., P. Carrière, *Ricostruzione del regime di responsabilità patrimoniale della Sicaf eterogestita e di quella multicomparto,* in *Le SICAF. Profili societari e regolamentari*, a cura di F. Annunziata e M. Notari, Milano, 2021, 252 s.

16 Come si evince dalla definizione di *private equity* e *venture capital* contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. i-*quater*.6), ai sensi del quale si tratta dell'«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»; sulla nozione in parola v. le riflessioni di R. Lener, *op. cit.*, par. 3; in senso critico v. pure A. Di Ciommo, *Gestione collettiva del risparmio e private equity nella riforma del TUF*, in *www.fchub.it*, 9 novembre 2025, reperibile al seguente link: *fchub.it/gestione-collettiva-del-risparmio-e-private-equity-nella-riforma-del-tuf/*.

verso le piccole e medie imprese[17]. Pur essendo condivisibile, un simile rilievo non giustifica la scelta di riservare il nuovo modello di Oicr chiuso solo a quel mercato, specie se si considera che la società di partenariato, rispetto alla Sicaf e al netto dello schema sotto soglia, non gode di una disciplina che preveda minori tutele per gli investitori. La scelta ricorda quella fatta originariamente, prima di vari interventi di ampliamento, in tema di *crowdfunding*, introdotto nell'ordinamento italiano per la raccolta, tramite portali, di capitali di rischio (nella forma dell'*equity based-crowdfunding*) da parte delle sole *start-up* innovative.

Sempre rispetto al modello della Sicaf (e della Sicav), si apre poi alla possibilità che lo statuto ampli gli strumenti societari di raccolta del patrimonio da investire, annoverandone di ulteriori rispetto alle azioni e agli strumenti finanziari partecipativi, anche alla luce della scarsa diffusione che questi ultimi hanno avuto nell'ambito delle società per azioni a partire dalla loro introduzione nel 2003. Restando tuttavia fermo il divieto generale valido per tutti gli Oicr societari di emissione delle obbligazioni (e più in generale di strumenti di debito), ribadito anche per le società di partenariato in gestione interna (art. 35-*novies*.3, comma 5, t.u.f.)[18], viene pertanto da pensare alla possibilità di emettere altre tipologie di strumenti finanziari, nominati in maniera differente rispetto agli strumenti finanziari partecipativi, ma comunque rappresentativi di quote di partecipazione al patrimonio (netto) della società.

3. La forma di s.a.p.a.

Rispetto alla Sicaf, tuttavia, la differenza più rilevante risiede nel tipo societario, dal momento che la società di partenariato adotta «la forma di società in accomandita per azioni»[19] ed è denominata «società di partenariato in accomandita per azioni»[20]. La scelta non è solo nominalistica, ma ribadita anche in punto di disciplina, considerato

17 In tal senso si esprime la *Relazione illustrativa*, *sub* art. 3; nella medesima direzione v. pure, in sede di lavori parlamentari, nell'ambito dell'esame dello Schema di decreto legislativo per la riforma del Testo Unico della Finanza, le Audizioni, presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze di Senato e Camera, del Presidente della Consob, Paolo Savona, del 27 novembre 2025 (reperibile sul sito internet *www.consob.it/documents/d/asset-library-1912910/audizione_savona_20251127_4*) e del Capo del Dipartimento di Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Giuseppe Siani, del 26 novembre 2025; sulle carenze dei settori del *venture capital* e del *private equity* v. anche P. Angelini, *op. cit.*, 2.

18 Il divieto di emissione delle obbligazioni è previsto dall'art. 35-*quater*, comma 8, per le Sicav in gestione interna e dall'art. 35-*quinquies*, comma 6, per le Sicaf in gestione interna.

19 V. gli artt. 1, comma 1, lett. i-*quater*.1 (per la società di partenariato in genere), 35-*novies*.1, comma 1, lett. a (per la variante in gestione interna), 35-*quaterdecies*, comma 3, lett. a (per la variante sotto soglia registrata) e 38-*bis*, comma 1, lett. a (per la variante in gestione esterna); anche la *Relazione illustrativa* (*sub* nuovi artt. 1, comma 1, lett. i-*quater*.1, e 35-*novies*.1 t.u.f.) ribadisce che «la forma giuridica è quella della società in accomandita per azioni»; tale elemento ha condotto P. Angelini, *op. cit.*, 4, a qualificare la società di partenariato come un modello «ibrido tra la forma giuridica della SICAF e quella della SGR».

20 V. l'art. 35-*novies*.1, comma 5, per la società in gestione interna, e l'art. 38-*bis*, comma 3, per quella in gestione esterna.

che, «qualora non diversamente disposto dalla presente sezione, alla società di partenariato si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del libro V, titolo V, capo VI, del codice civile» (art. 35-*novies*.6, comma 1). A fronte del dato normativo, appare preferibile ritenere che la società di partenariato non assurga a un nuovo tipo societario. Fermo restando che ogni discorso sulla tipicità societaria è oggi destinato a scontrarsi con il segnalato *«declino» di un simile principio*[21], con riferimento alla società di partenariato sembra corretto sostenere che il *tipo* di riferimento sia la s.a.p.a., con regole speciali destinate a influire non tanto sul piano del diritto societario, quanto su quello del mercato finanziario, al fine di configurare la società di partenariato quale s.a.p.a. operante come organismo di investimento collettivo del risparmio[22]. In quest'ottica può essere invece accolta la proposta di qualificare la società di partenariato come società «di diritto speciale»[23], a patto cioè di assumere della *specialità* l'accezione di *specificità all'interno del modello societario tipico*[24]. In effetti, nel caso della società di partenariato, non è sul fronte del diritto societario, bensì su quello del mercato finanziario, che si rinvengono la *ratio* e l'essenza delle principali regole peculiari per essa dettate. Quanto ai profili di diritto societario, la disciplina si caratterizza sì per un certo grado di specificità, ma quest'ultima – se si eccettua l'ipotesi della società di partenariato in gestione esterna, per la quale possono valere considerazioni diverse[25] – risulta perlopiù circoscritta alla disapplicazione di talune norme del codice civile e resta dunque confinata all'interno del modello societario tipico di riferimento, che è quello della s.a.p.a.

La scelta del tipo s.a.p.a. risponde a una volontà di emulare modelli di Oicr esteri e, in primo luogo, la c.d. *Limited Partnership* del mondo anglosassone, veicolo societario utilizzato sia dai *Private Equity Funds* che dai *Venture Capital Funds*[26]. Si afferma nella *Relazione illustrativa* (*sub* art. 3) che «l'introduzione di una soluzione simile nell'ordinamento nazionale avvicina il nostro Paese alle esperienze delle principali piazze finan-

21 Così, in particolare, P. Montalenti, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss., richiamato – proprio in tema di società di partenariato – da F. Riganti, *La società di partenariato e le nuove traiettorie evolutive del «tipo» s.a.p.a. nella disciplina del risparmio gestito*, in corso di pubblicazione su *Contr. Impr.* (letto per cortesia dell'Autore), par. 5.1.

22 Cfr. 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.*, 2026, 307 ss. e 320, il quale comunque conclude nel senso che la società di partenariato rappresenti una «trasformazione funzionale» o una «metamorfosi» del tipo s.a.p.a.; sulla stessa linea, in relazione alla questione tipologica, v. altresì le considerazioni di F. Riganti, *op. cit.*, parr. 5.1 e 6, per le conclusioni.

23 In questi termini si esprimono A. Capizzi, P. Agstner, P. Giudici, *op. cit.*, 770.

24 Per una simile accezione di «specialità» v., per tutti, C. Ibba, *Le società «legali»*, Torino, 1992, 9 ss. e 15, il quale la distingue dall'altra accezione, che invece «denota difformità dai modelli societari tipici».

25 Al riguardo v., *infra*, par. 5.

26 E v. la *Relazione illustrativa*, *sub* art. 3; un simile modello è da tempo diffuso sia nel Regno Unito che negli Stati Uniti: in dottrina, cfr. F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, cit., 86 ss. e 95 ss.; più di recente, con riferimento all'esperienza statunitense, A. Capizzi, P. Agstner, P. Giudici, *op. cit.*, 770 ss.

ziarie estere e ha, inoltre, un valore segnaletico fondamentale per attrarre capitali e contribuire alla crescita di un'industria che è fondamentale per sostenere la nascita, il primo sviluppo e la crescita delle imprese»[27]. La scelta del nome è un po' singolare: stando alla *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.1 t.u.f.), ci si è voluti ispirare innanzitutto alla *Limited Partnership*, ma in realtà si è copiato il nome dalla variante francese della *société de libre partenariat*, introdotta con la *Loi* n. 2015-990 del 6 agosto 2015 (c.d. *"Loi Macron"*)[28]. Ad ogni modo, di entrambi i modelli esteri, la nostra società di partenariato riprende il principale elemento identificativo, cioè l'assetto societario, articolato tra soci accomandanti (i *limited partners*, ossia gli investitori), che sono privati del potere di amministrazione e resi irresponsabili per le obbligazioni sociali, semmai rispondendone nei limiti di quanto conferito, e soci accomandatari (i *general partners*, ossia i gestori), che rispondono delle obbligazioni sociali personalmente e illimitatamente e ai quali spetta l'amministrazione della società[29].

Del resto, anche in altri Paesi sono diffuse forme analoghe di Oicr societari. Si pensi, per esempio, alla Germania e all'esperienza della *Investmentkommanditgesellschaft* di cui ai §§ 124 ss. (per la forma a capitale variabile) e 149 ss. (per quella a capitale fisso) del *Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).* Vale poi la pena citare il caso del Lussemburgo, quale principale piazza finanziaria del risparmio gestito, ove la scelta dei modelli societari è davvero ampia e libera. Ai sensi dell'art. 93 della *Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif* – come modificato dalla *Loi du 21 juillet 2023* –, le Sicav possono essere costituite secondo un qualunque tipo societario e assumere dunque la forma «*d'une société anonyme, d'une société en commandite par actions, d'une société en commandite simple, d'une société en commandite spéciale, d'une société à responsabilité limitée ou d'une société coopérative organisée sous forme de société anonyme de droit luxembourgeois*». Specularmente, anche l'art. 23 della *Loi du 23 juillet 2016 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés* prevede un'analoga libertà di tipi societari per i fondi di investimento alternativi riservati che adottano lo schema giuridico della Sicav.

In effetti – per riprendere le parole della *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.1 t.u.f.) –, l'articolazione della società di partenariato delinea in maniera *chiara* l'«assetto di interessi» tra soci accomandanti, gli investitori, che sono interessati unicamente al profilo dell'investimento, e soci accomandatari, i gestori, che sono invece interessati al profilo gestorio. Cambia anche la forma di remunerazione per tali soggetti, giacché per i primi essa è legata ai risultati dell'attività di investimento effettuata dai gestori, mentre per quest'ultimi si traduce di fatto nel compenso per l'attività svolta, nella forma

27 V. in questo senso anche le considerazioni espresse dal Capo del Dipartimento di Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Giuseppe Siani, nella richiamata Audizione del 26 novembre 2025 presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze di Senato e Camera.

28 Sul punto v. F. Annunziata, *La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza*, cit., par. 5.

29 Si vedano, per esempio, le Secc. 4 e 6 del *Limited Partnerships Act 1907.*

– come ricorda anche qui la *Relazione illustrativa* (*sub* art. 3) – dei «*management fee* e *carried interest*».

Di converso, è da non enfatizzare il profilo della responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali dei soci accomandatari se non altro perché, a seguito della riforma delle società di capitali del 2003, è ormai acquisito che una società di capitali possa assumere una partecipazione societaria che comporti la responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali (v. artt. 2361, comma 2, c.c. e 111-*duodecies* disp. att. c.c.)[30]. È ammissibile, dunque, che il ruolo di accomandatario in una società di partenariato possa essere assunto da una s.p.a. o da una s.r.l., secondo uno schema molto diffuso all'estero in cui i *General Partners* operano mediante uno schermo societario (la c.d. *Management Company*), *sub specie* di *Limited Liability Company o Limited Liability Partnership*[31]. Il che reintroduce la limitazione della responsabilità (per i soci della società che assume la veste di socio accomandatario) attraverso uno schermo societario di secondo livello. Peraltro, nel contesto della società di partenariato, quale Oicr di stampo societario, non sembra che l'eventuale limitazione di responsabilità così raggiunta possa rappresentare un'effettiva distorsione nella misura in cui essa si riferisce alle obbligazioni e ai creditori sociali, mentre, di regola, il gestore di un Oicr societario risponde prioritariamente nei confronti dei soci (nel caso della società di partenariato, accomandanti) per l'eventuale lesione del loro interesse a un investimento profittevole[32].

La scelta della s.a.p.a. nel nostro ordinamento consente – ricorda la *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.1 t.u.f.) – di fare affidamento sul «corpo organico costituito dalla disciplina generale del codice civile, specie per gli aspetti attinenti al funzionamento degli organi». In effetti, rispetto alla disciplina della s.a.p.a. contenuta nel codice civile, poche sono le disposizioni peculiari. Oltre a quella relativa alla denominazione sociale – «società di partenariato in accomandita per azioni» – e all'oggetto sociale esclusivo, di cui si è già detto (v. anche art. 35-*novies*.1, comma 1, lett. h), vale la pena richiamare innanzitutto la scelta di un modello di *governance* tipizzato, che è quello tradizionale (assemblea, consiglio di amministrazione e collegio sindacale), con rinuncia *ex* art. 35-*novies*.1, comma 1, lett. a) ai modelli alternativi di amministrazione e controllo[33],

30 Sul punto v., per tutti, G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*[11], a cura di M. Campobasso, Milano, 2024, 65 ss.; con specifico riferimento alla società in accomandita per azioni e all'assunzione della qualità di socio accomandatario da parte di una s.p.a. o di una s.r.l., v. G. Ferri *jr.*, *Della società in accomandita per azioni. Artt. 2452-2461*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2020, 66 s.

31 Così la *Relazione illustrativa* (*sub* art. 3), ove la formula riassuntiva per cui «il "gestore" è un LP di una LLP che è il GP della *Limited Partnership*»: al riguardo v., in dottrina, A. Di Ciommo, *op. cit.*; A. Capizzi, P. Agstner, P. Giudici, *op. cit.*, 771; G. Napoletano, *La società di partenariato*, in corso di pubblicazione negli Atti del Convegno *La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, Banca d'Italia, Roma, 30 gennaio 2026 (consultato per cortesia dell'Autore), par. 1.

32 Cfr., per questa duplicità di prospettive, M. Maugeri, *Società di persone e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2025, I, 363 s.

33 In senso critico v. F. Riganti, *op. cit.*, par. 5.2.

dovuta probabilmente alla non semplice conciliabilità delle norme su tali modelli con la disciplina della s.a.p.a.[34] e alla volontà dunque di superare *in nuce* eventuali incertezze. In secondo luogo, peculiare è il regime di riserva nella sottoscrizione delle azioni e degli altri strumenti finanziari emessi per raccogliere il patrimonio a favore dei soli investitori professionali ovvero di categorie di investitori individuati, tramite regolamento, dal MEF (lett. i). Si segue il modello francese della *société de libre partenariat* (art. L214-162-1, par. VI, del *Code monétaire et financier*) e quello tedesco della *Investmentkommanditgesellschaft* [§ 127(1) e § 150(2) del *Kapitalanlagegesetzbuch*].

Di là dalla volontà di emulare simili modelli, nel nostro ordinamento la scelta di riservare lo strumento della società di partenariato ai soli investitori professionali o, comunque, a questi assimilati è coerente con la rischiosità e la lunghezza dell'orizzonte temporale che caratterizzano gli investimenti nelle forme del *private equity* e del *venture capital*, veicolati tramite lo strumento in esame. Ed è coerente pure con la scelta di vincolare maggiormente il socio alla sua adesione alla società, limitando tassativamente le cause di recesso contemplate in generale dall'art. 2437 c.c., rispetto al quale dunque l'art. 35-*novies*.4, comma 2, prevede un'ulteriore deroga[35].

4. Il regime di separazione patrimoniale

Peculiare – rispetto alla disciplina codicistica dei patrimoni destinati a uno specifico affare di cui agli artt. 2447-*bis*-2447-*decies* c.c., che viene infatti disapplicata (art. 35-*novies*.3, comma 1) – è il regime di separazione patrimoniale, in caso di società di partenariato multicomparto, che si adagia mediante puntuali richiami normativi su quello della Sicaf (e della Sicav). Al riguardo, si è osservato che l'esclusività dell'oggetto sociale degli Oicr societari giustifica la mancata estensione a questi ultimi della disciplina del codice civile, che fonda la separazione patrimoniale sulla destinazione di parte del patrimonio societario *a uno specifico affare* chiaramente enucleabile all'interno dell'oggetto sociale[36]. La scelta di disegnare una disciplina speciale della separazione patrimoniale risponde altresì agli interessi da tutelare, che, nel caso dei comparti di investimento realizzati all'interno degli Oicr societari, lungi da poter essere qualificati alla stregua di interessi di generici creditori sociali penalizzati dalla destinazione pa-

34 E v. G.F. Campobasso, *op. cit.*, 561, nt. 13.

35 Sul punto v. la *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.4 t.u.f.); in dottrina cfr. M. Irrera, *op. cit.*, 325; G. Napoletano, *op. cit.*, par. 9; F. Riganti, *op. cit.*, par. 5.2. Nel caso di società di partenariato sotto soglia registrate, invece, lo statuto può intridurre cause di recesso ulteriori rispetto a quelle previste tassativamente per le società di partenariato autorizzate (art. 35-*sexiesdecies*, comma 9).

36 In tal senso R. Santagata, *Il patrimonio tra unità e segmentazioni nell'ottica del giuscommercialista (nel ventesimo compleanno dei patrimoni destinati ad uno specifico affare)*, in *Orizzonti*, 2023, 142.

trimoniale – cui ha riguardo la disciplina di diritto societario comune[37] – sono invece declinati in chiave di interessi di specifici soggetti, gli investitori, nonché di interessi più generali, qual è quello all'integrità dei mercati[38]. Peraltro, se – come notato in dottrina[39] – la riforma ha tentato, sotto il profilo della separatezza patrimoniale degli Oicr multicomparto, di adottare una disciplina uniforme tra le forme contrattuali e quelle societarie, queste ultime restano pur sempre destinatarie di alcune regole tipiche, se non di veri e propri principi del diritto societario, che pongono delle peculiarità residue e forse ineliminabili.

Rispetto al regime di separazione patrimoniale degli altri Oicr societari vi sono poi nel contesto specifico della società di partenariato alcune differenze che vale la pena citare. Una di queste differenze è che scompare la distinzione sul fronte della separatezza patrimoniale tra società di partenariato in gestione interna autorizzata ed esterna[40], giacché le disposizioni e soprattutto i richiami in esse contenuti sono gli stessi (v., rispettivamente, gli artt. 35-*novies*.1, comma 7, e 38-*bis*, comma 5, nonché le disposizioni ivi richiamate[41]). In particolare, per le società di partenariato multicomparto, siano esse in gestione interna ovvero in gestione esterna, concorrono, restando separati, il «patrimonio generale» *ex* art. 35-*bis*, comma 6-*bis*, e i patrimoni imputati ai singoli comparti. Proprio la presenza, in ogni caso, di un patrimonio generale, a fianco dei patrimoni imputati ai singoli comparti, spiega l'assenza di una disciplina differenziata per la società di partenariato in gestione esterna[42], analoga a quella prevista per gli altri Oicr

37 Per il rilievo che i limiti e le condizioni contemplati dalla disciplina dei patrimoni destinati di cui al codice civile sono posti a presidio degli interessi dei creditori, altrimenti non sacrificabili, v. R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. Artt.* 2447-bis-2447-decies, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2014, 45 s.; più di recente, ID., *Il patrimonio tra unità e segmentazioni nell'ottica del giuscommercialista (nel ventesimo compleanno dei patrimoni destinati ad uno specifico affare)*, cit., 161 s.

38 In tal senso F. ANNUNZIATA, *Il rafforzamento della separatezza patrimoniale*, in corso di pubblicazione negli Atti del Convegno *La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, Banca d'Italia, Roma, 30 gennaio 2026 (consultato per cortesia dell'Autore), par. 5; R. LENER, *op. cit.*, par. 5; in senso analogo, seppur con riguardo alla disciplina della separazione patrimoniale nell'ambito dei servizi di investimento *ex* art. 22 t.u.f., R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori. I conflitti in società multidivisionali*, Torino, 2008, 91 s.

39 Cfr. F. ANNUNZIATA, *Il rafforzamento della separatezza patrimoniale*, cit., par. 11, e G. STRAMPELLI, *Diritto societario e gestione collettiva del risparmio*, in corso di pubblicazione negli Atti del Convegno *La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, Banca d'Italia, Roma, 30 gennaio 2026 (consultato per cortesia dell'Autore), par. 3.

40 Vi sono, invece, delle specificità per le società di partenariato multicomparto sotto soglia registrate, in linea con gli altri Oicr societari sotto soglia registrati. Per questi ultimi, infatti, ai sensi dell'art. 35-*sexiesdecies*, comma 9, non trovano applicazione le disposizioni sul patrimonio generale, «poiché i GEFIA sotto soglia registrati non sono soggetti a requisiti patrimoniali specifici (oltre l'obbligo del capitale iniziale minimo conformemente alle norme civilistiche)»: così la *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo 35-*sexiesdecies* t.u.f.).

41 In particolare, entrambe le norme rinviano alle disposizioni in tema patrimoniale dettate per le Sicav e le Sicaf in gestione interna multicomparto (art. 35-*bis*, commi 6, 6-*bis*, 6-*ter* e 6-*quater*).

42 Così G. STRAMPELLI, *op. cit.*, par. 3.

societari in gestione esterna multicomparto. Per questi ultimi, ferma restando la regola generale, che vuole ciascun comparto quale patrimonio autonomo che risponde esclusivamente per le obbligazioni afferenti alla gestione di quel comparto, la separazione tra i patrimoni dei singoli comparti viene meno nel caso di obbligazioni assunte senza menzione specifica del comparto «ovvero per le altre obbligazioni» (quelle della società o derivanti da fatto illecito). In simili casi, «la società risponde con l'intero patrimonio» (art. 38, comma 3). La differente scelta legislativa è infatti spiegata nella *Relazione illustrativa* (*sub* art. 3, lett. *bb*) sulla base del fatto che il patrimonio generale per le Sicav e le Sicaf in gestione esterna potrebbe essere assente o comunque «non sufficiente a dare adeguata tutela dei creditori non essendovi l'obbligo di rispettare i requisiti sui fondi propri», situazione che – come detto – non può ricorrere per la società di partenariato in gestione esterna multicomparto.

In virtù della struttura societaria di tali Oicr, in caso di società multicomparto, la separatezza si realizza, o meglio si creano le condizioni affinché essa si realizzi, già in sede di emissione delle azioni. In applicazione dell'art. 35-*bis*, comma 5-*bis* (richiamato dall'art. 35-*novies*.1, comma 7), «al fine di assicurare il rispetto, in ogni momento, delle disposizioni applicabili in materia di requisiti patrimoniali», le società di partenariato in gestione interna devono individuare «le azioni sottoscritte a fronte dei conferimenti che costituiscono il patrimonio generale ai sensi del comma 6-*bis*». Il comma 6 della medesima norma – richiamato, per la società di partenariato in gestione interna, dall'art. 35-*novies*.1, comma 7, e, per quella in gestione esterna, dall'art. 38-*bis*, comma 5 – prevede altresì che, in caso di Oicr societario multicomparto, «lo statuto individua almeno le azioni sottoscritte a fronte dei conferimenti che costituiscono il patrimonio generale ai sensi del comma 6-*bis* e le categorie di azioni che attribuiscono diritti in relazione ai singoli comparti».

La disposizione centrale di operatività della separazione patrimoniale è racchiusa nel comma 6-*ter* dell'art. 35-*bis*, ove si afferma per le Sicav e le Sicaf in gestione interna con più comparti – ma la norma è anch'essa richiamata per le società di partenariato, indipendentemente dal modello in gestione interna o esterna adottato – che «ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio generale della società e dai patrimoni degli altri comparti, ove costituiti». I corollari, sul fronte della responsabilità, sono due: «delle obbligazioni relative alla gestione del singolo comparto, ivi incluse quelle di natura tributaria»[43], la società di partenariato

43 La precisazione in relazione alle obbligazioni di natura tributaria è molto rilevante per la separatezza patrimoniale tra società di gestione del risparmio e fondi gestiti, giacché registra un certo seguito giurisprudenziale la tesi dell'amministrazione finanziaria che fa gravare sulla Sgr, in quanto soggetto passivo di imposta, le obbligazioni tributarie (in particolare, derivanti dall'IMU) riferibili ai fondi gestiti: in tal senso v. Cass. 9 marzo 2023, n. 7116. Si tratta di una precisazione – quella introdotta dalla riforma –fortemente voluta da Confindustria Assoimmobiliare, che fuga dubbi interpretativi analoghi anche per la società di partenariato, escludendo che quest'ultima, in qualità di soggetto passivo di imposta, possa essere chiamata a rispondere dei debiti tributari ascrivibili ai singoli comparti di investimento.

«risponde esclusivamente con il patrimonio del comparto medesimo»; «sul patrimonio del singolo comparto non sono ammesse azioni dei creditori degli altri comparti o nell'interesse degli stessi né azioni dei creditori della società o nell'interesse della stessa». Ciò significa che i creditori di un comparto possono fare affidamento per soddisfare il proprio credito solo sul patrimonio del relativo comparto. Affinché questo regime di separazione tenga, è però necessario che gli atti di investimento compiuti nell'ambito della gestione del singolo comparto rechino «espressa menzione del comparto»[44], altrimenti venendo meno la separatezza patrimoniale rispetto al patrimonio generale, non però quella rispetto al patrimonio degli altri comparti, che resta intangibile, salvo che l'obbligazione derivi da fatto illecito[45].

Quello delle condizioni di tenuta della separazione patrimoniale tra comparti di investimento è un punto molto delicato, perché solo una separazione effettiva evita di esporre colui che investe in un comparto ai rischi degli altri comparti e di rendere, di riflesso, il rendimento dell'investimento nel singolo comparto difficilmente prevedibile e controllabile[46]. Tuttavia, quantomeno con riguardo all'ipotesi di obbligazioni derivanti da fatto illecito, la tenuta di un simile regime non sarebbe giustificabile. In altre parole, appare condivisibile che la regola secondo cui il soggetto debba rispondere dell'adempimento delle obbligazioni con tutto il proprio patrimonio, in quanto espressione del principio generale dell'art. 2740 c.c., resti ferma di fronte alle obbligazioni derivanti da fatto illecito, come dimostra del resto la presenza di un'analoga disposizione in altre forme di patrimoni destinati, come quella di diritto societario comune *ex* art. 2447-*quinquies*, comma 3, c.c.[47].

Vale poi la pena precisare, con riferimento alla società di partenariato, che le previsioni richiamate in tema di separazione patrimoniale sono qui destinate a fare i conti con la responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali in capo ai soci accomandatari, ai quali non potranno che essere assegnate azioni corrispondenti al patrimonio generale e ai quali comunque dovrà ritenersi estesa la responsabilità (illimitata) per le obbligazioni di tutti i comparti. Potrebbe sembrare un'osservazione scontata, ma forse non lo è del tutto, se si considera che in Germania vige una norma che espressamente lo precisa, distinguendo la posizione dei soci accomandatari, responsabili per le passività di tutti i comparti, e quella dei soci accomandanti, responsabili solo per le passività del

44 Secondo una regola prevista anche nel diritto societario comune dall'art. 2447-*quinquies*, comma 4, c.c. e, dunque, espressione di un principio generale: così R. SANTAGATA, *Il patrimonio tra unità e segmentazioni nell'ottica del giuscommercialista (nel ventesimo compleanno dei patrimoni destinati ad uno specifico affare)*, cit., 142.

45 Sulle criticità di tale disciplina v. le riflessioni di R. LENER, *op. cit.*, par. 5.

46 Cfr. G. STRAMPELLI, *op. cit.*, par. 3; sul punto v. pure il cenno del Capo del Dipartimento di Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Giuseppe Siani, nella citata Audizione del 26 novembre 2025 presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze di Senato e Camera.

47 Su questa regola v., diffusamente e con particolare riguardo al suo fondamento, R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. Artt.* 2447-bis-2447-decies, cit., 257 ss.

comparto in cui hanno investito [per le *Investmentkommanditgesellschaften* a capitale variabile, § 132(5), richiamato dal § 149(2) per quelle a capitale fisso, del *Kapitalanlagegesetzbuch*].

Peraltro, nel caso degli Oicr societari, un profilo da considerare, quando si riflette sulla separazione patrimoniale, riguarda la distribuzione dei proventi relativi ai singoli comparti. Si è osservato al riguardo che per gli Oicr societari, pur in presenza di una separatezza patrimoniale assoluta, il profilo della distribuibilità o meno dei proventi del comparto, in caso di perdite complessive della società, potrebbe comunque non mettere gli investitori che hanno investito in quel comparto al riparo da eventuali rischi derivanti dagli investimenti effettuati da altri comparti[48]. Ebbene, con riferimento a questo diverso profilo, entra in gioco la disciplina – di derivazione europea – del capitale sociale, con i suoi presidi, che è applicabile alla Sicaf, ma non alla Sicav, e che pone dunque delle differenze[49]. Così, solo con riferimento a quest'ultima e non alla Sicaf, l'art. 35-*quater*, comma 5-*bis*, ammette la distribuzione dei proventi di un comparto anche in assenza di utili complessivi della società, ma con maggiori vincoli rispetto alla disciplina previgente, contenuta nel vecchio art. 35-*bis*, comma 6-*ter*, t.u.f. In effetti, oggi tale distribuzione è possibile solo a fronte di una clausola statutaria che lo consenta, previa asseverazione del revisore contabile della società e a condizione che sia rispettata la sana e prudente gestione della società.

La società di partenariato multicomparto di per sé è una s.a.p.a., tipo per il quale la direttiva 2017/1132 del 14 giugno 2017 *relativa ad alcuni aspetti di diritto societario* non prevede l'applicazione della disciplina del capitale (art. 44, che rimanda ai tipi elencati nell'allegato I), per cui gli Stati membri sono liberi di trattarla in maniera difforme dalla s.p.a., proprio in ragione della presenza di soci a responsabilità illimitata. Pertanto, sebbene in Italia l'art. 2454 c.c. richiami per la s.a.p.a., «in quanto compatibili»[50], le norme in materia di s.p.a., nel caso della società di partenariato, l'art. 35-*novies*.1, comma 7, si distacca dalla disciplina generale del capitale sociale di derivazione europea e rinvia al regime previsto per la Sicav dall'art. 35-*quater*, comma 5-*bis*, consentendo all'autonomia statutaria di stabilire che il comparto distribuisca utili anche se la società

48 In tal senso G. Strampelli, *op. cit.*, par. 4.

49 Sul punto v. G. Strampelli, *op. cit.*, par. 4; G. Napoletano, *op. cit.*, par. 7.

50 Sul *criterio di compatibilità* dettato dalla norma v., per tutti, G. Ferri *jr.*, *op. cit.*, 87 ss.

è in perdita[51]. Coerentemente, risulta disapplicata anche per la società di partenariato – ad opera dell'art. 35-*novies*.3, comma 3 – la norma generale di diritto societario contenuta nell'art. 2350, comma 3, ai sensi della quale non possono essere pagati dividendi ai possessori di *azioni correlate* «se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società».

5. La scelta del tipo societario tra vincoli di fattispecie e opzioni statutarie

In merito alla scelta del tipo societario più adatto per la società di partenariato, si deve premettere che, nell'impianto del codice civile, la s.a.p.a., lungi dal configurarsi alla stregua di una variante della s.a.s., appare in realtà pensata come un modello modificato di s.p.a., da cui fondamentalmente si discosta per un profilo, attorno al quale ruotano tutte le norme specifiche dettate per il tipo societario in questione. Si tratta evidentemente della presenza di uno o più soci, gli accomandatari, dotati di responsabilità illimitata e personale per le obbligazioni sociali, ontologicamente e stabilmente muniti del potere di amministrazione[52].

Una simile premessa appare necessaria, in quanto la scelta, per la società di partenariato, del tipo societario della s.a.p.a., anziché di quello della s.a.s., è un tema sul quale si è riflettuto, come dimostrano le osservazioni sullo schema di decreto delle competenti Commissioni parlamentari[53]. In effetti, i modelli esteri ai quali si dice di volersi ispirare sono, almeno dal punto di vista della qualificazione, più simili alla nostra società in ac-

51 Così, ancora, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, par. 4, il quale – pur in assenza di un espresso richiamo normativo – estende la soluzione in discorso anche alla società di partenariato in gestione esterna, argomentando dall'ampia autonomia statutaria di cui gode tale modello societario; nello stesso senso v. pure G. NAPOLETANO, *op. cit.*, par. 8. Mediante il richiamo dell'art. 35-*novies*.1, comma 7, da parte dell'articolo 35-*sexiesdecies*, comma 9, la possibilità in discorso è invece espressamente concessa alle società di partenariato sottosoglia registrate multicomparto: si tratta di una modifica adottata in sede di emanazione del testo finale del decreto di riforma del t.u.f. in accoglimento della relativa osservazione sullo schema di decreto da parte delle Commissioni riunite II (Giustizia) e VI (Finanze) della Camera dei deputati e del Senato della Repubblica.

52 La tesi, inizialmente sostenuta da R. COSTI, *L'azionista accomandatario*, Padova, 1969, 100 ss. e 173 ss. (ribadita in E. BARCELLONA, R. COSTI e F. GRANDE STEVENS, *Della società in accomandita per azioni. Artt. 2452-2461,* in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 2005, 1 ss.), è, in verità, rintracciabile già nelle intenzioni del legislatore del codice civile del 1942, come si evince dalla *Relazione al Re* (n. 1001), ove si discorreva della società in accomandita per azioni come di «una società per azioni modificata»; in tema v., più di recente, G. FERRI *jr.*, *op. cit.*, 83 ss.; E. BARCELLONA, *La società in accomandita per azioni,* in *Tratt. Buonocore*, sez. IV – tomo 5, Torino, 2024, 1 ss.; da ultimi, M. IRRERA, *op. cit.*, 311 s. e F. RIGANTI, *op. cit.*, parr. 2 e 3.

53 Tra le osservazioni espresse sullo schema di decreto legislativo di riforma del t.u.f. dalle Commissioni riunite II (Giustizia) e VI (Finanze) della Camera dei deputati si legge in particolare: «valuti il Governo l'opportunità, con riferimento alla disciplina della società di partenariato, di prevedere: (i) il ricorso a un modello societario diverso da quello di società in accomandita per azioni, quale ad esempio quello di società in accomandita semplice».

comandita semplice che alla s.a.p.a.[54]. Questo vale in Francia con riguardo alla *société de libre partenariat*, configurabile come una *société en commandite simple*, pur adattata nella disciplina per renderla confacente all'utilizzo che se ne deve fare nel contesto finanziario[55], e ancor di più con riguardo alla variante della *société de libre partenariat spéciale*, priva della personalità giuridica[56]. Un'analoga considerazione può essere fatta per la *Investmentkommanditgesellschaft* tedesca, disciplinata come *Kommanditgesellschaft* dall'HGB, fatte salve anche in questo caso alcune disposizioni speciali (§§ 124 e 149, a seconda che la società sia a capitale variabile o fisso, del *Kapitalanlagegesetzbuch*), nonché per la *Limited Partnership* inglese, assoggettata alle regole del *Partnership Act 1890* e più in generale delle società di persone, nei limiti della compatibilità con le disposizioni specifiche del *Limited Partnerships Act 1907* (Sec. 7)[57]. Quelle estere sono in definitiva forme annoverabili nell'ambito della categoria delle società di persone e, dunque, più snelle sotto il profilo della struttura organizzativa e più aperte a concedere spazi all'autonomia privata, il che del resto costituisce la ragione del loro successo[58].

Il senso di insoddisfazione potrebbe acuirsi osservando che, in Italia, di s.a.p.a. ne esistono davvero poche, tanto che due recenti *Volumi* trattatistici dedicati alla s.a.p.a. aprono con la constatazione della *scarsa utilizzazione* di tale tipo societario[59]. Peraltro,

54 In tema cfr. F. Annunziata e S. Massarotto, *La società di partenariato e la scelta dell'accomandita per azioni*, in *http://www.dirittobancario.it/*, Agosto 2026, reperibile al seguente link: *https://www.dirittobancario.it/art/la-societa-di-partenariato-e-la-scelta-dellaccomandita-per-azioni/*, 3; F. Riganti, *op. cit.*, par. 5.1.

55 Cfr. F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme,* cit., 85. Per le norme inapplicabili v. l'art. L214-162-1 del *Code monétaire et financier.*

56 V. L214-162-13 del *Code monétaire et financier*. Su tale variante – introdotta con *Ordonnance* n. 2024-662 del 3 luglio 2024 – v., anche per il regime fiscale applicabile, F. Annunziata, *La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza,* cit., par. 14.4.

57 E v. anche la Sec. 235A(7) del *Financial Services and Markets Act 2000*, che, con riguardo ai *collective investment schemes*, riconducibili al *partnership scheme*, afferma che: «In this section "general partner", "limited partner" and "limited partnership" have the same meaning as in the Limited Partnerships Act 1907»; per un'analisi risalente, ma sempre attuale, della disciplina della *Limited Partnership* nel *Limited Partnerships Act 1907* v. A. Mignoli, *La partnership nel diritto inglese,* Bologna, 2025, 213 ss. (volume che ripropone, con l'introduzione di P. Marchetti, la tesi di laurea discussa dall'illustre Autore nel 1942 con relatore Mario Rotondi).

58 Cfr. R. Lener, *op. cit.*, par. 4, il quale allude proprio alla flessibilità del *limited partnership agreement*, capace di regolare tutti i profili del rapporto tra accomandatari e accomandanti, come motivo del successo dei modelli esteri della *Limited Partnership*, tipica dei paesi di *common law*, o dei RAIF (*Reserved Alternative Investment Fund*) societari lussemburghesi; in senso analogo v. pure M. Ventoruzzo, *op. cit.*, 753; A. Capizzi, P. Agstner, P. Giudici, *op. cit.*, 775 ss. Con riferimento alla *société en commandite spéciale* lussemburghese, disciplinata dagli artt. 320-1 ss. della loi du 10 août 1915 *concernant les sociétés commerciales*, v., per analoghe considerazioni in merito alla «semplicità strutturale» e alla «flessibilità contrattuale» di tale modello, F. Annunziata, *La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza,* cit., par. 14.4.

59 In questi termini G. Ferri *jr.*, *op. cit.*, 5; di «imminente estinzione» dell'accomandita per azioni scrive E. Barcellona, *op. cit.*, 5, il quale riporta il numero di 150 s.a.p.a. a settembre 2023.

le più importanti s.a.p.a., costituite in passato in Italia, sono state scelte come *holding* di grandi gruppi imprenditoriali. E ciò perché esiste un impianto normativo – proprio di questo tipo societario – volto a creare un «nesso indissolubile» tra *status* di socio accomandatario e ruolo di amministratore[60] e, più in generale, a rendere quanto più stabile possibile la gestione della società, di fatto separandola in modo più marcato dalla proprietà[61].

Questo assetto, pur compatibile – come già ricordato – con gli interessi dei soggetti coinvolti nella società di partenariato (investitori in qualità di accomandanti e gestori in qualità di accomandatari) stride con alcune situazioni pur previste dall'impianto normativo per essa adottato. L'ontologica coincidenza tra accomandatario e amministratore – ma si dovrebbe dire gestore nel senso più sostanziale del concetto – viene infatti meno nel caso di società di partenariato in gestione esterna. Se si considera, da un lato, che amministrare una società significa compiere tutti gli atti necessari per attuare l'oggetto sociale (art. 2380-*bis*, comma 1, c.c.)[62] e, dall'altro, che l'oggetto sociale, peraltro esclusivo, in questo caso consiste nell'investimento collettivo del patrimonio raccolto, l'affidamento all'esterno della gestione del patrimonio – come detto, tramite clausola statutaria e non mediante delega di funzioni – spoglia la società di partenariato e, in particolare, i soci accomandatari della stessa di una vera e propria funzione amministrativa. In effetti, l'art. 38-*bis*, comma 1, lett. h), nel prevedere che la società di partenariato in gestione esterna stipuli «accordi con il gestore esterno per consentire al consiglio di amministrazione della società di disporre dei documenti e delle informazioni necessari a verificare il corretto adempimento degli obblighi del gestore», sembra relegare il ruolo del consiglio di amministrazione a una mera funzione di controllo sull'operato del gestore esterno[63], con la conseguenza di tramutare anche il suo regime

60 Così G.F. Campobasso, *op. cit.*, 556 s.

61 In tal senso E. Barcellona, *op. cit.*, 6; più di recente, M. Irrera, *op. cit.*, 314 ss., il quale mette in evidenza come l'aspetto della responsabilità per le obbligazioni sociali nelle *holding* sia destinato in parte a essere ridimensionato, considerata l'assenza di una gestione operativa in capo a quest'ultima e fatta comunque salva la repressione dell'abuso mediante la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497 c.c.; sulla rilevanza della previsione da ultimo citata in relazione alla scarsa appetibilità del tipo s.a.p.a. v. però G. Ferri *jr.*, *op. cit.*, 7.

62 In tema cfr., *ex multis* e senza pretese di esaustività, C. Vivante, *Trattato di diritto commerciale*. II. *Le società commerciali*[5], Milano, 1923, 114, il quale rileva che «i poteri degli amministratori non hanno, nel silenzio del contratto, altri limiti che quelli segnati dall'oggetto della società, e quindi possono compiere tutte le operazioni che servono a quell'esercizio»; U. Navarrini, *Trattato elementare di diritto commerciale*. II. *I Commercianti (persone singole ed enti collettivi). La tutela e la fine del rapporto giuridico commerciale (Esercizio delle azioni, fallimento, prescrizione)*[3], Torino, 1932, 117; A. Graziani, *Diritto delle società*[5], Napoli, 1963, 366; P. Abbadessa, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975, 1 s., ove la nozione di «gestione dell'impresa» come «attività spiegata in funzione dello svolgimento dell'iniziativa economica dell'imprenditore»; G. Ferri, *Manuale di diritto commerciale*[17], a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Milano, 2023, 417 s.; G.F. Campobasso, *op. cit.*, 88.

63 Cfr. M. Irrera, *op. cit.*, 323 s.; sul punto v. pure F. Riganti, *op. cit.*, par. 5.2.

di responsabilità (risarcitoria) in una forma di *culpa in vigilando*[64]. E, ancora, il comma 6 della medesima norma precisa che, «in caso di scioglimento del contratto o di liquidazione del gestore esterno», non è automatico che il c.d.a. della società di partenariato proceda allo svolgimento diretto dell'attività di gestione collettiva del risparmio, potendo l'assemblea dei soci, appositamente convocata, deliberare la sostituzione del gestore, a pena – in ipotesi di inerzia protratta per almeno due mesi – di scioglimento della società[65].

Si dovrebbe osservare che siamo al cospetto di una deroga alla disciplina della s.a.p.a., ma certo essa si configura come una deroga a un elemento tipologico[66], che peraltro passa in sordina. Si segue anche qui il modello francese della *société de libre partenariat*, che però nasce per gemmazione dalla società in accomandita semplice e, peraltro, in quell'ordinamento la norma ha cura di precisare – in maniera non casuale – che la delega, di per sé, non conferisce al gestore esterno, cui competono le decisioni relative alla gestione del portafoglio, lo *status* di amministratore della società di libero partenariato (art. L214-162-2 del *Code monétaire et financier*)[67].

Si potrebbe pensare dunque che la scelta del tipo più confacente per la società di partenariato anche in Italia sarebbe potuta ricadere sulla società in accomandita semplice[68], quantomeno per i casi di società in gestione esterna, in cui il socio accomandatario è di fatto spogliato del suo tipico potere di amministrazione.

Da questo punto di vista, tuttavia, appaiono pienamente condivisibili i rilievi di coloro che in prima battuta hanno espresso, nel contesto del diritto societario italiano, la loro preferenza per la s.a.p.a. rispetto alla s.a.s., e ciò anche a prescindere dall'argomento

64 Così R. Lener, *op. cit.*, par. 4; nonché, già prima della riforma del t.u.f., P. Carrière, *op. cit.*, 253 e 259 s.

65 Al riguardo v. F. Annunziata, *La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza,* cit., par. 5, per il rilievo che tale previsione è volta ad assicurare la continuità della gestione e punta a tutelare gli investitori.

66 Che ha condotto qualcuno a interrogarsi – nell'ambito del modello in gestione esterna – su quale sia il ruolo effettivo dei soci accomandatari, se questi ultimi non possono in alcun modo incidere sulle decisioni gestorie affidate a un soggetto esterno alla società di partenariato: così R. Lener, *op. cit.*, par. 4.

67 Cfr. F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme,* cit., 85.

68 Per una simile proposta volta a introdurre e a regolare in via legislativa la «*s.a.s. aperta come "tipo" di Oicr*», v., prima della riforma del t.u.f. e con espresso richiamo alle esperienze di altri ordinamenti, M. Maugeri, *op. cit.*, 360 ss.; in senso critico nei confronti della scelta legislativa di escludere la possibilità per la società di partenariato di adottare la forma di società in accomandita semplice, v. oggi A. Capizzi, P. Agstner, P. Giudici, *op. cit.*, 779.

che poggia sui limiti della legge delega, da taluno ritenuto già di per sé assorbente[69]. Coglie quindi nel segno la sottolineatura delle maggiori garanzie per gli investitori di un tipo societario dotato di personalità giuridica[70], ontologicamente munito dell'organo di controllo[71] e presidiato dalla disciplina contabile del bilancio d'esercizio che assume rilevanza pubblicitaria[72], anche nella consapevolezza che da quest'ultimo punto di vista la differenza tra società di capitali e di persone è destinata ad essere presto superata[73]. La presenza di un organo di controllo sembra in particolare un importante presidio per gli investitori, posto che non è da enfatizzare l'esercizio da parte dei soci accomandanti, in sede assembleare, dei loro diritti corporativi a tutela dell'investimento[74]. Pur volendo ritenere che le assemblee delle società di partenariato non si tradurranno nel solito rituale sterile, caratterizzato dall'irreversibile assenteismo degli azionisti investitori, e ciò in virtù della riserva delle azioni a favore di soli investitori professionali o finanziariamente qualificati, resta tuttavia ferma la forte limitazione degli spazi di manovra dell'assemblea della s.a.p.a. rispetto a quella della s.p.a. in virtù della disciplina di diritto societario comune[75]. Si pensi alla nomina degli amministratori e alle modifiche dell'atto costitutivo. In entrambi i casi, le delibere assunte dall'assemblea, peraltro in sede straordinaria, devono comunque essere approvate da tutti i soci accomandatari *ex* artt. 2457 e 2460 c.c.[76].

Vale poi la pena aggiungere, nel ricordare quanto rilevato in partenza – e cioè che la

69 Per questo argomento v., in particolare, F. Annunziata e S. Massarotto, *op. cit.*, 5, i quali ricordano che l'art. 19, comma 1, legge n. 21/ 2024 circoscriveva la delega al Governo all'adozione di «uno o più decreti legislativi per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal [t.u.f.] e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile».

70 Il che, riprendendo le parole della *Relazione illustrativa* (sub nuovo art. 35-*novies*.1 t.u.f.), rende certa la «destinazione dei capitali» agli investimenti; in dottrina, cfr. R. Lener, *op. cit.*, par. 4, il quale richiama il regime di autonomia patrimoniale perfetta della s.a.p.a. rispetto a quella imperfetta della s.a.s., come elemento tale da rendere preferibile, nel contesto della gestione collettiva del risparmio, la prima forma societaria alla seconda; al riguardo v. anche F. Annunziata e S. Massarotto, *op. cit.*, 5 s.; G. Napoletano, *op. cit.*, par. 5; F. Riganti, *op. cit.*, par. 5.1.

71 Sulla necessaria presenza di un organo di controllo al fine di assicurare adeguata tutela agli investitori cfr., con specifico riguardo alla società in accomandita semplice, M. Maugeri, *op. cit.*, 357 s.

72 E v., per la regolamentazione puntuale e analitica del profilo dell'informazione contabile, con riferimento alla *Investmentkommanditgesellschaft* tedesca a capitale variabile, §§ 135 e 136, richiamati, per la forma a capitale fisso, anche dai §§ 158 e 159, del *Kapitalanlagegesetzbuch.*

73 Per effetto del recepimento della direttiva (UE) 2025/25: sul punto v., per tutti, M. Speranzin, *Le società di persone nella direttiva (UE) 2025/25,* in *Orizzonti*, 2025, 443.

74 Per un richiamo ai «diritti corporativi a presidio dell'investimento» dei soci accomandanti v. la *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.1 t.u.f.).

75 Sul punto v. G.F. Campobasso, *op. cit.*, 559.

76 Quand'anche – come consente l'art. 35-*novies*.4, comma 1 – si dovesse decidere per le modifiche statutarie di derogare ai *quorum* costitutivi e deliberativi previsti dall'art. 2460 c.c. Con riferimento alla disciplina codicistica, riconduce la delibera di nomina degli amministratori di cui all'art. 2457 c.c. a una modificazione dell'atto costitutivo G. Ferri *jr.*, *op. cit.*, 127 ss.

s.a.p.a. da noi è in realtà una variante della s.p.a., non della s.a.s. –, che il tipo s.a.p.a. appare quello preferibile anche sul versante molto importante della natura delle partecipazioni sociali, standardizzate e tipizzate, che sono le azioni, idonee ad essere inquadrate nella categoria degli strumenti finanziari di cui alla MiFID e ad essere negoziate sui mercati, dando vita a un vero e proprio mercato secondario[77]. Pertanto, delle due l'una: o si opta per la s.a.p.a., come è stato fatto dal legislatore italiano, oppure – come accaduto in Francia per la *société de libre partenariat*, ove l'art. L214-162-8, par. IV, del *Code monétaire et financier* afferma: «Par dérogation aux dispositions applicables à la société commandite simple, les parts des associés commanditaires sont des titres financiers négociables»[78] – si opta per la s.a.s., ma si configurano espressamente le quote di partecipazione sociale negli Oicr che adottano tale forma societaria come strumenti finanziari negoziabili[79]. Probabilmente, tuttavia, nel nostro ordinamento questa seconda strada non sarebbe stata una semplice deroga alla disciplina del tipo, ma un'operazione di stravolgimento dei tipi societari, se non uno sconfinamento nell'atipicità societaria, tale da apparire inaccettabile.

Fermo quindi restando che, nel nostro ordinamento, la scelta del tipo appare condivisibile e anche, per certi versi, inevitabile, al fine di aprire spazi volti a dare cittadinanza alle esigenze che il mercato dovesse manifestare non rimane che fare affidamento sull'autonomia statutaria. Del resto, la stessa *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.1 t.u.f.) richiama l'«ampia autonomia statutaria» come tratto caratterizzante la società di partenariato. Due avvertenze sembrano però da tenere presenti su questo

77 Sul punto v. M. Maugeri, *op. cit.*, 359 s., il quale, pur osservando che l'autonomia privata potrebbe configurare le quote degli accomandanti di una s.a.s. come partecipazioni standardizzate e renderle così fungibili, tende a negare che le stesse possano essere riconducibili ai *valori mobiliari* e dunque negoziabili «in un mercato secondario strutturato», ammettendone invece la configurabilità in termini di *forme di investimento di natura finanziaria* e, dunque, di *prodotti finanziari*; con specifico riguardo alla società di partenariato, v. pure F. Annunziata e S. Massarotto, *op. cit.*, 6.

78 E v. F. Annunziata, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme,* cit., 86, per l'osservazione che, non a caso, in Francia v'è chi ritiene, in ragione di questo profilo, che la *société de libre partenariat* sia più simile a una s.a.p.a., che a una s.a.s.

79 Che è del resto la soluzione adottata nell'ordinamento inglese, ove le *Units in collective investment schemes* (o *undertakings*) rientrano nella categoria degli *investments* – ai sensi dello Schedule 2, Part II, del *Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA 2000) – e dei *financial instruments* – ai sensi dello Schedule 2, Part 1, del *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001* –, anche quando riconducibili ai *partnership schemes* di cui alla Sec. 235A(5) del FSMA 2000. In Lussemburgo, l'art. 93 della *Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif* ha cura di precisare che le quote di partecipazione alle Sicav, qualunque sia la forma societaria da queste adottata, devono poter costituire oggetto di collocamento presso il pubblico, configurandosi dunque alla stregua di strumenti finanziari. Più in generale, in relazione alla qualificazione delle quote di *partnership* come strumenti finanziari, è utile ricordare che la stessa MiFID II (art. 4, par. 1, n. 44) annovera tra i *transferable securities* («valori mobiliari», nella versione in lingua italiana) «other securities equivalent to shares in companies, *partnerships* or other entities» (corsivo aggiunto).

punto. La prima è che l'autonomia privata – come è stato osservato in dottrina[80] – dovrà evitare statuti e patti parasociali troppo complessi, perché una simile complessità tecnica finirebbe con il rappresentare, per gli investitori esteri, una sorta di costo di "ingresso" significativo verso i modelli italiani rispetto ai concorrenti di altri Paesi. La seconda avvertenza è che l'autonomia statutaria non può comunque, in assenza di previsioni normative che lo consentano, derogare a norme che delineano i tratti tipologici della s.a.p.a.[81].

Ora, è evidente che previsioni volte a concedere spazi all'autonomia statutaria effettivamente vi siano in materia patrimoniale[82]. È sufficiente citare, oltre alla previsione già esaminata dell'art. 35-*novies*.1, comma 7, sulla possibilità di creare comparti di investimento autonomi, l'art. 35-*novies*.3, comma 2, sul quale è riposta – dichiara la *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.3 t.u.f.) – «la capacità giuridica ed effettiva della società di partenariato di soddisfare le molteplici esigenze delle diverse categorie di investitori-accomandanti». Sebbene gran parte delle previsioni di cui all'elencazione di tale norma siano in realtà riproducibili anche in un ordinario statuto di s.p.a. e di s.a.p.a.[83], la norma ha una sua valenza sistematica della volontà di aprire, nel contesto della società di partenariato, spazi significativi per l'autonomia privata sul fronte patrimoniale, tant'è che la stessa *Relazione illustrativa* discorre di un'elencazione «meramente esemplificativa».

Non sembra invece che sia così semplice concedere spazi all'autonomia privata e regolare in via statutaria profili diversi da quello patrimoniale, quali sono innanzitutto i rapporti tra accomandatari e accomandanti – e, in primo luogo, che si possa rendere meno stabile il ruolo di amministratori dei soci accomandatari, riconoscendo delle prerogative maggiori agli accomandanti in seno all'assemblea –, in quanto questi sono sicuramente tratti tipologici della s.a.p.a., che la riforma non ha voluto e forse neppure

80 R. Lener, *op. cit.*, par. 4.

81 In generale, per i limiti dell'autonomia privata nel «discostarsi radicalmente dall'immagine "complessiva" del tipo (*Erscheinungsbild*) quale risultante dalla disciplina pensata dal legislatore in considerazione di un determinato scopo normativo», v. M. Maugeri, *op. cit.*, 353 ss., seppur con riferimento alla possibilità configurare una s.a.s. "aperta", che faccia appello al pubblico risparmio.

82 In tal senso si espresso il Capo del Dipartimento di Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Giuseppe Siani, nella più volte richiamata Audizione del 26 novembre 2025 presso le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze di Senato e Camera; cfr. pure M. Irrera, *op. cit.*, 325; G. Napoletano, *op. cit.*, par. 7.

83 Tuttavia, nel senso che la norma prevederebbe per la società di partenariato una «elasticità statutaria [che] si discosta sensibilmente dal modello rigido della società in accomandita per azioni di diritto comune», v. M. Irrera, *op. cit.*, 325.

potuto toccare[84].

84 Per la stessa ragione deve ritenersi che non ci siano grandi spazi di manovra per la Banca d'Italia di emanare in questo specifico ambito – ai sensi del comma secondo dell'art. 35-*novies*.6 – «ulteriori disposizioni applicative della presente sezione»; v. tuttavia quanto affermato nella *Relazione illustrativa* (*sub* nuovo art. 35-*novies*.6 t.u.f.) circa la possibilità per la Banca d'Italia di «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»; in dottrina, v. G. Napoletano, *op. cit.*, par. 4, il quale rimarca la circostanza che quella in discorso è più che altro una «possibilità» concessa all'Autorità di vigilanza.

La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza

FILIPPO ANNUNZIATA
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università Bocconi

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il quadro normativo di riferimento: la legge capitali e la delega. - 3. Le nuove categorie. - 4. La società di gestione del risparmio (Sgr): modifiche alla disciplina. - 5. La nuova figura della società di partenariato. - 6. Il regime dei GEFIA sotto soglia registrati. - 7. Il rafforzamento della separazione patrimoniale degli OICR e profili sistematici. - 8. Ulteriori modifiche alla disciplina delle Sicav e delle Sicaf. - 8.1 La distinzione tra gestione interna e gestione esterna. - 8.2 Il capitale e le azioni delle Sicav e Sicaf. - 8.3 La vigilanza sulle Sicav e Sicaf in gestione esterna. - 9. L'oggetto dell'investimento degli OICR. - 10. Il regime di vigilanza: ripartizione delle competenze tra Banca d'Italia e Consob. - 11. La gestione delle crisi degli intermediari. - 12. Le disposizioni transitorie e l'entrata in vigore. - 13. Il decreto legislativo n. 39/2026: il recepimento della direttiva AIFMD II. - 13.1. I veicoli speciali europei: EuVECA, EuSEF e ELTIF 2.0 nel nuovo quadro normativo italiano. - 14. Valutazioni conclusive. - 14.1 Un giudizio complessivamente positivo. - 14.2 La razionalizzazione del sistema regolatorio come fattore di competitività. - 14.3 Il regime dei GEFIA sotto soglia: proporzionalità e tutela degli investitori. - 14.4 La società di partenariato nel confronto europeo. - 14.5 Profili critici e questioni aperte. - 14.6 Le prospettive per lo sviluppo del mercato. - 14.7 Proposte di policy a livello europeo. - 14.8 Conclusione: verso un mercato dei capitali più competitivo

1. Premessa

La riforma della gestione collettiva del risparmio introdotta con lo schema di decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri il 27 ottobre 2025 e aggiornato nella versione definitiva del 27 marzo 2026 rappresenta uno degli interventi normativi più

significativi nel panorama del diritto finanziario italiano degli ultimi decenni.[01]

Il contesto nel quale si inserisce la riforma è quello di un mercato dei capitali italiano che, pur avendo registrato negli ultimi anni significativi progressi, sconta ancora un deficit strutturale rispetto ai principali mercati europei in termini di attrattività per gli investitori istituzionali internazionali, di sviluppo del private equity e del venture capital, e di complessità del quadro normativo applicabile ai gestori di fondi di investimento. L'Italia si trovava in una situazione di relativo svantaggio rispetto a piazze finanziarie come il Lussemburgo, l'Irlanda e il Regno Unito, che negli anni avevano saputo attrarre ingenti volumi di risparmio gestito attraverso strutture normative più snelle, flessibili e allineate alle esigenze degli operatori di mercato.

La riforma si inserisce, altresì, in un contesto europeo di progressiva armonizzazione della disciplina della gestione collettiva, caratterizzato dalla direttiva 2009/65/CE (UCITS) e dalla direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e dai relativi regolamenti delegati, nonché da una serie di regolamenti direttamente applicabili che disciplinano tipologie specifiche di fondi, quali i fondi europei di venture capital (EuVECA, regolamento UE 345/2013), i fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF, regolamento UE 346/2013) e i fondi europei di investimento a lungo termine (ELTIF, regolamento UE 2015/760 come modificato dal regolamento UE 2023/606). In tale contesto, il legislatore italiano ha cercato di cogliere i margini di flessibilità lasciati dalla normativa europea per disegnare un sistema nazionale competitivo, proporzionato e coerente.

L'intervento riformatore non si limita alla sola gestione collettiva del risparmio, ma abbraccia l'intero perimetro del TUF, incidendo anche sulla disciplina dei mercati, degli emittenti, della tutela degli investitori e degli intermediari finanziari in senso lato. Tuttavia, è sul versante della gestione collettiva che si concentrano novità molto rilevanti e strutturalmente innovative, con l'introduzione di nuove figure soggettive, la razionalizzazione del sistema degli albi e dei registri, il rafforzamento del regime di separazione patrimoniale e la ridefinizione del perimetro di vigilanza delle autorità competenti.

Le presenti note si propongono di fornire un'illustrazione delle principali innovazioni introdotte dalla riforma, dando conto sia delle modifiche di carattere prettamente tecnico-normativo, sia dei profili sistematici e interpretativi più rilevanti, anche alla luce del vivace dibattito dottrinale e giurisprudenziale che ha caratterizzato questa materia negli ultimi anni e dell'evoluzione del diritto europeo che fa da sfondo, o forse da perno, dell'intera riforma.

01 Sulla nozione di gestione collettiva del risparmio e sui suoi tratti caratterizzanti, si rinvia, anche per i necessari riferimenti, a F. ANNUNZIATA, La disciplina del mercato mobiliare, 11ª ed., Torino, 2021, 93 ss.; R. COSTI, Il mercato mobiliare, 12ª ed., Torino, 2020, 125 ss.; nonché, più di recente, L. SPOLAORE, La gestione collettiva del risparmio, in Il Testo unico finanziario, M. CERA-G. PRESTI (a cura di), I, Prodotti e intermediari, Bologna, 2020.

2. Il quadro normativo di riferimento: la legge capitali e la delega

Non è inutile ricordare brevemente i tratti della a legge 5 marzo 2024, n. 21, il cui art. 19 ha conferito al Governo una delega ampia e articolata per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali. La legge delega si caratterizza per la previsione di criteri direttivi molto dettagliati, che orientano in modo puntuale l'esercizio della discrezionalità governativa, e per la fissazione di obiettivi strategici di ampio respiro, che riflettono le esigenze di competitività del sistema finanziario italiano nel contesto europeo e internazionale e che, in larga misura, sono d'ausilio anche per meglio comprendere la ragione di alcune delle scelte operate dal legislatore delegato.

Gli obiettivi principali che il legislatore delegante ha inteso perseguire attraverso la riforma si articolano attorno a quattro grandi direttrici. Sul piano della crescita economica, la riforma intende sostenere l'accesso delle imprese al capitale di rischio, in particolare verso i mercati regolamentati, facilitando il percorso delle imprese dal mercato non regolamentato (MTF) al mercato regolamentato e riducendo gli ostacoli normativi che ne frenano lo sviluppo. Sul piano della competitività del mercato, si mira a semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti e degli intermediari, eliminando ostacoli burocratici non necessari e riducendo il cosiddetto "gold-plating", ossia quegli obblighi o divieti previsti dal diritto nazionale senza un corrispondente fondamento nel diritto dell'Unione europea.

Il terzo obiettivo strategico riguarda il finanziamento integrato delle imprese in tutte le loro fasi di crescita, dall'avvio fino alla quotazione, con particolare attenzione alle forme di investimento tipiche del private equity e del venture capital, che costituiscono il cuore dell'ecosistema di supporto alle imprese innovative e in fase di espansione. Infine, sul piano dell'attrattività internazionale, la riforma mira a rendere le imprese italiane e le strutture di investimento di diritto italiano maggiormente attrattive per gli investitori internazionali, attraverso standard normativi allineati alle migliori pratiche europee e globali. Si tratta di un obiettivo cruciale in un contesto in cui la concorrenza tra piazze finanziarie è sempre più intensa e determinante per l'allocazione del capitale.

Accanto agli obiettivi strategici, la legge delega ha fissato una serie di principi chiave e criteri direttivi che hanno guidato la redazione dello schema di decreto legislativo. Il primo di essi è il principio di razionalizzazione e coordinamento: l'intervento mira a coordinare il TUF con il Testo Unico Bancario (TUB), il Codice delle Assicurazioni Private e altre disposizioni correlate, eliminando sovrapposizioni e incoerenze, perseguendo la creazione di un ecosistema normativo più coerente in cui i diversi corpi normativi risultino funzionalmente integrati e privi di contraddizioni.

Il secondo principio è quello della riduzione del gold-plating: vanno dunque eliminati o razionalizzati obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione Europea e non giustificati da interessi meritevoli di tutela, in attuazione dei principi di cui all'art. 32, comma 1, lett. c) della legge n. 234/2012. Questo principio si traduce nella soppressione di numerosi adempimenti procedurali che appesantivano l'operatività dei soggetti vi-

gilati senza apportare un corrispondente valore in termini di tutela del mercato o degli investitori.

A questi si affiancano i principi di bilanciamento ed efficienza e di coerenza dei controlli. Il primo persegue un equilibrio tra il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese e l'esigenza di assicurare l'efficienza e l'efficacia dei controlli, introducendo in modo esplicito il principio di proporzionalità nella vigilanza. Il secondo assicura un sistema coerente e integrato dei controlli interni, eliminando sovrapposizioni e duplicazioni che generano inefficienze operative, razionalizzando il riparto di competenze tra la Banca d'Italia e la Consob e riducendo i casi di doppio parere e di intervento congiunto. Viene infine espressamente riconosciuta la promozione dello sviluppo sostenibile delle imprese e dei mercati tra i principi cardine a cui le Autorità di vigilanza devono ispirarsi nell'esercizio delle deleghe regolamentari, allineando la vigilanza agli obiettivi ESG ormai consolidati nel quadro regolatorio europeo.

3. Le nuove categorie

Uno degli assi portanti della riforma è la profonda ristrutturazione del sistema dei soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. La riforma introduce, infatti, una distinzione fondamentale tra due grandi categorie di operatori: i "gestori autorizzati" e i "gestori di FIA sotto soglia registrati" (GEFIA sotto soglia registrati), ai quali si affiancano le nuove figure degli OICR societari in gestione esterna. All'interno di questa suddivisione, emerge con nettezza la distinzione tra il trattamento riservato agli OICR riservati agli investitori professionali e quelli diversi da questi ultimi.

Il punto di partenza della riforma è la riscrittura del sistema delle definizioni contenuto nell'articolo 1 del TUF, profondamente rielaborato per dar conto delle nuove figure soggettive e delle nuove categorie concettuali introdotte. Le modifiche definitorie non sono di carattere meramente redazionale, ma hanno una portata sistematica rilevante, in quanto ridefiniscono il perimetro applicativo delle diverse discipline e incidono sui regimi di autorizzazione, vigilanza e operatività.[02]

Con riguardo alla società di investimento a capitale variabile (Sicav), la riforma introduce tre sottocategorie distinte: la "Sicav in gestione interna" (lettera i.1), ossia la Sicav che gestisce direttamente il proprio patrimonio; la "Sicav in gestione interna autorizzata" (lettera i.2), iscritta all'albo di cui all'art. 35-ter; e la "Sicav in gestione esterna" (lettera i.3), che designa come gestore esterno una Sgr autorizzata, una società di gestione UE o un GEFIA UE. È significativo notare che la Sicav non prevede una variante "sotto soglia

02 Sulla nozione di OICR, sulle sue componenti definitorie e sulle problematiche emerse a seguito del recepimento della direttiva AIFM, si rinvia, in particolare, a F. ANNUNZIATA, Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme, Milano, 2017; ID., Oicr contrattuali e statutari. Convergenze e antinomie, Milano, 2017; nonché P. SANDRELLI, Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di «organismo di investimento collettivo del risparmio» a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi, in Riv. soc., 2015, 387 ss.

registrata": trattandosi di un OICR aperto, potenzialmente rivolto anche a investitori al dettaglio, non è compatibile con il regime agevolato di sola registrazione riservato ai FIA chiusi riservati. La tripartizione della Sicav si contrappone così alla quadripartizione della Sicaf, che invece include anche la variante sotto soglia registrata.

Analogamente, con riguardo alla società di investimento a capitale fisso (Sicaf), viene introdotta la distinzione tra Sicaf in gestione interna, Sicaf in gestione interna autorizzata, Sicaf sotto soglia registrata e Sicaf in gestione esterna. Quest'ultima è la nuova figura di intermediario che, in luogo dell'autorizzazione, si avvale di un più snello regime di registrazione presso la Banca d'Italia. A queste figure si aggiunge la società di partenariato (art. 1, comma 1, lettere i-quater.1 ss. TUF), figura del tutto nuova nel panorama del diritto italiano di cui si darà ampio conto nella sezione dedicata, anch'essa declinata in quattro varianti: in gestione interna, in gestione interna autorizzata, sotto soglia registrata e in gestione esterna. Infine, la società di gestione del risparmio (Sgr) mantiene la definizione generale ma si arricchisce della distinzione tra Sgr autorizzata, iscritta all'albo di cui all'art. 35, e Sgr sotto soglia registrata, iscritta nel registro di cui all'art. 35-quaterdecies.

Di un certo rilievo sistematico è l'introduzione della categoria del "gestore autorizzato", denominazione omnicomprensiva riferita alla Sgr autorizzata, alla Sicav in gestione interna autorizzata, alla Sicaf in gestione interna autorizzata, alla società di partenariato in gestione interna autorizzata, al gestore di ELTIF, al gestore di FCM (Fondi Comuni Monetari), nonché ai gestori di fondi EuVECA e EuSEF italiani. La creazione di questa categoria unitaria persegue l'obiettivo di semplificare il quadro normativo, consentendo di dettare regole uniformi per tutti i soggetti autorizzati a prescindere dalla specifica forma giuridica adottata. Simmetricamente, viene introdotta la categoria del "gestore di FIA sotto soglia registrato" (GEFIA sotto soglia registrato), che comprende la Sgr sotto soglia registrata, la Sicaf sotto soglia registrata e la società di partenariato sotto soglia registrata: soggetti assoggettati a un regime nettamente più snello rispetto ai gestori autorizzati, fondato sulla mera registrazione invece che sull'autorizzazione e caratterizzato da obblighi di vigilanza significativamente ridotti.

Un'altra categoria definitoria di rilievo introdotta dalla riforma è quella dell'"Oicr societario in gestione esterna", che comprende la Sicav in gestione esterna, la Sicaf in gestione esterna e la società di partenariato in gestione esterna. Si tratta di organismi di investimento collettivo costituiti in forma societaria che non gestiscono direttamente il proprio patrimonio, ma affidano tale compito a un gestore esterno ai sensi dell'art. 38 TUF (per Sicav e Sicaf) e dell'art. 38-bis TUF (per la società di partenariato). La distinzione tra OICR societari in gestione interna e OICR societari in gestione esterna è fondamentale, in quanto i due tipi di soggetti sono assoggettati a discipline molto diverse in termini di requisiti, vigilanza e regime operativo.

La definizione di "OICR italiano" viene aggiornata per ricomprendere il fondo comune d'investimento, la Sicav, la Sicaf e la nuova società di partenariato. Parimenti, la definizione di "Oicr alternativo italiano" (FIA italiano) viene ampliata per includere la società di

partenariato rientrante nell'ambito di applicazione della direttiva AIFMD. Viene inoltre introdotta la definizione di "FIA italiano immobiliare" (art. 1, comma 1, lett. m-quater.1 TUF), che comprende il fondo comune di investimento e la Sicaf che investono prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari e parti di altri FIA immobiliari ai sensi dell'art. 39-bis TUF.

La definizione di "private equity e venture capital" viene per la prima volta codificata nel TUF, ricomprendendo 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. Questa definizione normativa è di non scarso interesse sistematcio, in quanto delimita l'oggetto esclusivo della società di partenariato e orienta l'interpretazione delle disposizioni ad essa applicabili.

4. La società di gestione del risparmio (Sgr): modifiche alla disciplina

La disciplina della Sgr viene ampiamente rivisitata dalla riforma, sia sul piano delle definizioni e del sistema di albi e registri, sia sul piano delle attività esercitabili, dei requisiti di accesso e delle regole operative. Le principali novità vengono di seguito brevemente illustrate[03]

La riforma mantiene il sistema dell'albo tenuto dalla Banca d'Italia per le Sgr autorizzate (art. 35 TUF), ma introduce alcune significative novità. Le Sgr iscritte nell'albo vengono denominate "Sgr autorizzate", per distinguerle dalle nuove Sgr sotto soglia registrate. Vengono inoltre apportate modifiche alla disciplina dell'autorizzazione (art. 34 TUF), tra cui la revisione della denominazione sociale — che deve contenere l'"indicazione di società di gestione del risparmio" piuttosto che le "parole" specifiche — e la soppressione del parere preventivo della Consob in alcune procedure autorizzative.

Il catalogo delle attività esercitabili dalle Sgr autorizzate viene aggiornato dall'art. 33, comma 2, TUF, con un ampliamento delle attività accessorie consentite che si articola lungo tre direttrici principali. In primo luogo, la lettera b) viene integrata per includere i prodotti pensionistici individuali paneuropei (PEPP) disciplinati dal regolamento UE 2019/1238. In secondo luogo, la lettera d) viene modificata per consentire alle Sgr autorizzate di commercializzare quote o azioni di OICR in generale — e non più soltanto quote di OICR gestiti dalla stessa Sgr —, ampliando così le possibilità di offerta. In terzo luogo, il nuovo art. 33, comma 2-bis, TUF chiarisce che le Sgr autorizzate non possono prestare in via esclusiva le attività e i servizi accessori, e che le Sgr autorizzate che prestano il servizio di gestione di crediti in sofferenza ai sensi dell'art. 33, comma 2, lett. g-ter) TUF sono soggette alle disposizioni del TUB in materia (artt. 128 e 144 TUB). Su

03 Sulla disciplina della Sgr e sui profili di governo societario, v. M. STELLA RICHTER JR., Governo e organizzazione della società di gestione del risparmio, in Riv. soc., 1, 104 ss.; F. CAPRIGLIONE, Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato, in Contratto e impresa, 2, 2018, 665 ss.; nonché S. TONELLI, Le società di gestione del risparmio, in Intermediari finanziari, mercati e società quotate, A. PATRONI GRIFFI-M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), Torino, 1999.

queste modifiche si inserisce quella che consente ora ai gestori anche di OICR di tipo "UCITS" di prestare il servizio di ricezione e trasmissione ordini, facoltà in precedenza riservata ai soli gestori di OICR alternativi (v. art. 33, comma 4, TUF, come modificato dall'art. 3, comma 1, lett. c), n. 5), del d.lgs. 39/2026)

La riforma razionalizza il sistema di vigilanza sulla Sgr, attribuendo alla Banca d'Italia competenze esclusive in materia di valutazione dei requisiti di cui all'art. 13 TUF (onorabilità, professionalità e indipendenza dei soci e degli esponenti), in quanto attinenti alla sana e prudente gestione. Vengono soppressi numerosi pareri della Consob in procedure di competenza esclusiva della Banca d'Italia — come l'autorizzazione all'esercizio del servizio di gestione collettiva ai sensi dell'art. 34 TUF e la nomina del depositario ai sensi dell'art. 26 TUF — al fine di snellire i procedimenti e ridurre i tempi di risposta alle istanze dei soggetti vigilati.

Al contempo, viene razionalizzato il sistema delle informazioni e degli archivi, prevedendo che la Banca d'Italia e la Consob realizzino archivi informatici delle disposizioni, anche regolamentari, e degli orientamenti nelle materie di competenza, agevolmente accessibili al pubblico. Viene altresì previsto il nuovo art. 3-bis TUF, che consente agli operatori di presentare quesiti alle Autorità per la valutazione preventiva di specifiche situazioni (c.d. ruling preventivo), in un'ottica di incremento della certezza del diritto e di riduzione dei costi di compliance.

5. La nuova figura della società di partenariato

Tra le novità più significative e innovative della riforma figura l'introduzione della "società di partenariato" (SdP), una figura giuridica del tutto nuova nel panorama del diritto italiano, ispirata al modello della Limited Partnership ampiamente diffuso nelle principali piazze finanziarie internazionali, quali il Regno Unito, il Lussemburgo e l'Irlanda.[04]

La società di partenariato è definita dall'art. 1, comma 1, lettera i-quater.1) del TUF come 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". Dalla norma definitoria si ricavano le caratteristiche strutturali fondamentali della nuova figura, che trae la sua ispirazione dall'omologo francese della "société de libre partenariat" sulla quale risulta in parte modellata.

Quanto alla forma giuridica, la SdP deve essere costituita nella forma della società in accomandita per azioni (S.A.P.A.), una forma societaria già presente nel codice civi-

04 In tema di esercizio dell'attività di impresa nel private equity e di strutturazione delle relative piattaforme di gestione, v. l'ampia trattazione di M. ARDIZZONE, L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity, Milano, 2018; nonché, in chiave economico-finanziaria, A. GERVASONI-F.L. PERRINI, I fondi di investimento mobiliari chiusi, Milano, 1994.

le ma scarsamente diffusa nella prassi, che ora viene valorizzata per la gestione del risparmio nella forma del private equity. La scelta della S.A.P.A. risponde alla logica della limited partnership anglosassone, con una distinzione tra soci a responsabilità illimitata (gli accomandatari, corrispondenti ai general partners) e soci a responsabilità limitata (gli accomandanti, corrispondenti ai limited partners). L'oggetto è esclusivo: l'investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital del patrimonio raccolto mediante offerta delle proprie azioni, di strumenti finanziari partecipativi e mediante le ulteriori modalità di raccolta definite nello statuto, non essendo ammessi conferimenti in natura. La SdP è un OICR chiuso, coerentemente con la natura degli investimenti tipici del private equity e del venture capital che richiedono un orizzonte di medio-lungo periodo.

Sul piano soggettivo, la SdP è classificata come FIA italiano riservato ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. m-quater) TUF, con la conseguenza che la partecipazione è riservata agli investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 39 TUF. Per gli investitori non professionali è prevista una soglia minima di partecipazione di 500.000 euro, con portafoglio finanziario non inferiore a 5 milioni di euro. La SdP può infine operare in quattro modalità distinte: in gestione interna autorizzata, in gestione interna sotto soglia registrata, e in gestione esterna affidata a una Sgr autorizzata, a un gestore EuVECA o EuSEF oppure a un GEFIA UE.

La disciplina della società di partenariato in gestione interna autorizzata è dettata dal nuovo art. 35-novies.1 TUF, che prevede i requisiti per l'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. Tra le condizioni richieste figurano: l'adozione della forma di società in accomandita per azioni con sistema di amministrazione e controllo dotato di collegio sindacale; la localizzazione della sede legale e della direzione generale nel territorio della Repubblica; un capitale sociale almeno pari a quello previsto dall'art. 2327 c.c. (attualmente 120.000 euro), fatti salvi eventuali ulteriori requisiti patrimoniali prescritti dalla Banca d'Italia; i requisiti di idoneità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo ai sensi dell'art. 13 TUF; i requisiti di onorabilità dei titolari delle partecipazioni qualificate; una struttura del gruppo non tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza.

Sono altresì richiesti la presentazione di un programma concernente l'attività iniziale e di una relazione sulla struttura organizzativa; uno statuto con oggetto sociale esclusivo l'investimento collettivo nelle forme del private equity e del venture capital; e la riserva della sottoscrizione delle azioni e degli eventuali strumenti partecipativi agli investitori professionali e alle categorie individuate dalla Banca d'Italia. Quest'ultima autorizza la SdP alla prestazione del servizio di gestione collettiva, sentita la Consob. Le SdP in gestione interna autorizzate sono iscritte in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia (art. 35-novies.2 TUF), distinto dall'albo delle Sgr autorizzate (art. 35 TUF) e dall'albo delle Sicav e Sicaf in gestione interna (art. 35-ter TUF).

Il nuovo art. 38-bis TUF disciplina la società di partenariato in gestione esterna, os-

sia quella che affida la gestione del proprio patrimonio a un gestore esterno. In questo caso, la SdP non richiede l'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva, ma deve rispettare una serie di condizioni strutturali e operative finalizzate a garantire la tutela degli investitori e la sana gestione del patrimonio affidato. Il gestore esterno può essere una Sgr autorizzata, un gestore di fondi EuVECA, un gestore di fondi EuSEF o un GEFIA UE, ed è responsabile del rispetto dei doveri normativamente previsti anche nei confronti delle Autorità di vigilanza.[05]

Di notevole rilievo pratico è la previsione che, in caso di scioglimento del contratto o di liquidazione del gestore esterno, il consiglio di amministrazione della SdP provveda a convocare tempestivamente l'assemblea dei soci per deliberare sulla sostituzione del gestore o sullo svolgimento diretto dell'attività di gestione. Se entro due mesi dal verificarsi di tale evento non è stata disposta la sostituzione del gestore esterno, la società si scioglie (art. 38-bis, comma 6, TUF): una previsione che tutela gli investitori assicurando la continuità della gestione.

La società di partenariato può prevedere, ove lo statuto lo consenta, la costituzione di più comparti di investimento. Ogni comparto è separato a ogni effetto dagli altri comparti e dal patrimonio generale della società: si applicano le stesse regole di separazione patrimoniale previste per le Sicav e le Sicaf in gestione interna (artt. 35-bis, commi 5-bis, 6, 6-bis, 6-ter e 6-quater, TUF, e 35-quater, comma 5-bis, TUF, richiamati dall'art. 35-novies.1, comma 7, TUF). La possibilità di creare strutture multi-comparto è fondamentale per l'attrattività della SdP come strumento di investimento istituzionale, in quanto consente di organizzare strategie di investimento differenziate all'interno di un'unica struttura giuridica.

La disciplina della SdP si caratterizza per una serie di deroghe significative alle norme del codice civile sulle società in accomandita per azioni. Sul piano della costituzione, non si applicano le disposizioni sulla costituzione per pubblica sottoscrizione (artt. 2333, 2334, 2335, 2336 c.c.) né quella sulla conversione di obbligazioni in azioni (art. 2453 c.c.). Le modificazioni dell'atto costitutivo sono approvate dall'assemblea secondo i quorum previsti dallo statuto, in deroga all'art. 2460 c.c. (art. 35-novies.4, comma 1, TUF). Il diritto di recesso dei soci è limitato alle cause tassative — modifica oggetto sociale, trasformazione, trasferimento sede all'estero, modifica criteri di determinazione del valore dell'azione — in deroga all'art. 2437 c.c. La SdP non può emettere obbligazioni, e in caso di emissione di strumenti partecipativi non si applica l'art. 2376 c.c. Infine, non si applicano le norme sui patrimoni destinati a specifici affari (artt. 2447-bis a 2447-decies c.c.).

05 Sui profili di fund governance dei fondi chiusi, v. P. CARRIÈRE, Problemi aperti di fund governance dei fondi chiusi, in Riv. dir. soc., 1, 2011, 39 ss.; F. ANNUNZIATA-A. MALTESE, La disciplina dell'assemblea dei quotisti dei fondi chiusi tra contratto e organizzazione, in Le Società, 3, 2022, 343 ss.; nonché A. SANTONI, Partecipazione per conto altrui e società quotate, Milano, 2022, in particolare per la ricostruzione del rapporto tra gestore e investitori.

6. Il regime dei GEFIA sotto soglia registrati

Una delle innovazioni più significative della riforma è l'introduzione di un regime agevolato per i gestori di FIA alternativi che gestiscono patrimoni al di sotto di determinate soglie dimensionali, il c.d. regime dei "GEFIA sotto soglia registrati". Questo regime sostituisce e razionalizza il preesistente regime dei gestori sotto soglia previsto dall'art. 35-undecies TUF — che viene abrogato dalla riforma — e delle Società di Investimento Semplice (SIS) di cui all'art. 1, comma 1, lett. i-quater) TUF previgente, anch'essa soppressa, introducendo regole più chiare, proporzionate e allineate all'art. 3, paragrafo 2, della direttiva 2011/61/UE (AIFMD). In questo senso, si può senz'alatro considerare questo internvento come una eliminazione di un caso plateale di gold plating nazionale. Tuttavia, fermo restando questo specifico profilo, il legislatore della riforma è andato ben oltre ciò che sarebbe stato necessario a tal fine e ha, di fatto, disegnato un sistema nel quale i GEFIA registrati, se riservati a investitori professionali, sono sottoposti a un regime di vigilanza estremamente semplificato, essendo molti limitati i poteri che l'Autorità di vigilanza può esercitare nei loro confronti. Inoltre, anche sul piano della gestione delle crisi, viene disegnato un sistema speciale, che si discosta dalle regole altrimenti applicabili agli altri gestori di OICR (diversi cioè dai GEFIA sottosoglia registrati).[06]

Il regime dei GEFIA sotto soglia registrati si applica ai gestori di FIA chiusi riservati che rispettano determinate soglie dimensionali fissate dall'art. 35-quaterdecies, comma 1, lett. e) TUF in attuazione dell'art. 3, paragrafo 2, della direttiva 2011/61/UE (AIFMD). La soglia generale è quella del valore totale delle attività dei FIA gestiti non superiore a 100 milioni di euro; una soglia elevata di 500 milioni di euro è invece prevista 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, in linea con l'art. 3, par. 2, lett. b) della direttiva. Ai fini del calcolo delle soglie si tiene conto non solo dei FIA gestiti dal soggetto interessato, ma anche dei FIA gestiti dalla società controllante e dai soggetti da questa controllati o in comune controllo: una previsione antiaggiramento che mira a evitare che grandi gruppi di gestione suddividano artificialmente la loro attività tra più entità per beneficiare fraudolentemente del regime agevolato.

Oltre al rispetto delle soglie dimensionali, la registrazione è subordinata al ricorrere di una serie di condizioni strutturali e operative. I FIA gestiti devono essere istituiti in forma chiusa e devono essere riservati a investitori professionali, con la possibilità di ammettere investitori non professionali con portafoglio finanziario minimo di 5 milioni di euro e investimento minimo di 500.000 euro. Il patrimonio dei FIA gestiti deve essere investito in attività diverse da crediti — con l'eccezione dei prestiti di azionista come

06 Per un'analisi della disciplina previgente dei gestori sotto soglia e delle SIS nel contesto del recepimento della direttiva AIFM, v. P. CARRIÈRE, La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre, in Società, 2-3, 2014, 449 ss.; nonché V. DELL'ERBA, The regulation of Alternative Investment Funds in Europe: The Alternative Investment Fund Managers Directive, in Financial Regulation in the EU, 2017.

definiti dal d.lgs. 39/2026 — e i GEFIA sotto soglia registrati non possono assumere ruoli attivi in operazioni di cartolarizzazione. I FIA gestiti non possono essere OICR societari in gestione esterna, fondi EuVECA o EuSEF. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo devono possedere i requisiti di onorabilità previsti dalla regolamentazione applicabile, e deve essere presentata una relazione sull'assetto organizzativo e dei controlli adottati per il rispetto della normativa antiriciclaggio.

I GEFIA sotto soglia registrati sono assoggettati a un regime di vigilanza radicalmente diverso rispetto ai gestori autorizzati. Essi non rientrano nel novero dei "soggetti abilitati" ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. r) TUF e sono sottoposti esclusivamente ai poteri tassativi degli artt. 35-septiesdecies e 35-sexiesdecies TUF. In particolare, la Banca d'Italia può esercitare poteri di controllo sulle condizioni per la registrazione — chiedendo comunicazioni di dati e documenti, convocando esponenti e personale, ed effettuando ispezioni solo in caso di fondato sospetto di violazioni o di grave rischio sistemico — nonché poteri di contenimento del rischio sistemico, potendo applicare limiti di leva finanziaria massima e adottare altre misure restrittive in linea con l'art. 25 della direttiva 2011/61/UE. La Consob, dal canto suo, può esercitare i poteri derivanti da atti dell'Unione europea direttamente applicabili, qualora emergano circostanze che possano integrarne la violazione.

Questa struttura di vigilanza semplificata, che esclude la vigilanza prudenziale e di condotta a livello individuale, è coerente con la limitata rilevanza sistemica dei GEFIA sotto soglia registrati e con il principio di proporzionalità che ispira l'intera riforma. Si tratta di una scelta di politica del diritto deliberata, che mira a ridurre i costi di ingresso e di mantenimento dell'attività di gestione per i soggetti di minore dimensione, favorendo lo sviluppo di nuovi operatori e l'innovazione nel settore.

A fronte dei minori oneri regolatori, i GEFIA sotto soglia registrati sono soggetti a una serie di limitazioni operative e obblighi di trasparenza specifici. Essi non possono istituire strutture master-feeder ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettere m-novies) e m-decies) TUF, al fine di garantire la semplicità operativa. È altresì vietato che i gestori autorizzati deleghino la gestione del portafoglio o dei rischi a un gestore sotto soglia registrato (art. 35-duodecies TUF), assicurando che le responsabilità gestionali rimangano presso soggetti sottoposti a vigilanza piena. Sul piano della trasparenza, i GEFIA sotto soglia registrati devono indicare negli atti, nella corrispondenza e nelle comunicazioni pubblicitarie che non sono autorizzati dalla Banca d'Italia né sottoposti alla vigilanza prudenziale e di trasparenza. Qualora le soglie dimensionali siano superate in modo non temporaneo, il GEFIA sotto soglia registrato è tenuto a richiedere l'autorizzazione entro trenta giorni.

La riforma abroga la figura dei gestori sotto soglia autorizzati (art. 35-undecies TUF, soppresso) e delle Società di Investimento Semplice (SIS), che vengono assorbiti nel nuovo regime dei GEFIA sotto soglia registrati. I soggetti che operavano in tali regimi previgenti dispongono di un periodo transitorio di dodici mesi dall'adozione della normativa secondaria di attuazione per adeguarsi al nuovo regime, scegliendo tra quello

dei gestori autorizzati e quello dei GEFIA sotto soglia registrati.

7. Il rafforzamento della separazione patrimoniale degli OICR e profili sistematici

Il tema della separazione patrimoniale costituisce uno degli assi portanti della disciplina degli organismi di investimento collettivo e, di conseguenza, uno dei profili più significativi della riforma. La nuova disciplina si propone di chiarire e rafforzare il regime di separazione, superando le incertezze interpretative emerse in dottrina e giurisprudenza, e di estenderlo in modo uniforme a tutte le forme organizzative attraverso le quali è consentita la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

L'art. 36, comma 4, del TUF costituisce la disposizione cardine in materia di separazione patrimoniale dei fondi comuni di investimento contrattuali, attuando il principio di separazione patrimoniale previsto dagli artt. 9 (per i FIA) e 16 (per gli OICVM) delle direttive 2011/61/UE e 2009/65/CE. Il testo previgente già delineava un incisivo regime di autonomia patrimoniale, ma presentava alcune lacune e ambiguità che la riforma si propone di superare.

Le innovazioni rispetto al testo previgente sono di notevole portata sistematica. In primo luogo, la separazione è ora esplicitamente riferita anche ai comparti del medesimo fondo: ciascun comparto è distinto non solo dal patrimonio della SGR e dai partecipanti, ma anche da «qualsiasi altro comparto del medesimo fondo», eliminando ogni dubbio sulla piena autonomia patrimoniale tra comparti del medesimo fondo, tema rimasto a lungo controverso. In secondo luogo, la responsabilità della SGR è delimitata con riferimento alle «obbligazioni relative alla gestione del fondo o del singolo comparto», in luogo delle precedenti «obbligazioni contratte per conto del fondo»: la nuova formulazione è più ampia e comprende esplicitamente le obbligazioni di natura tributaria, eliminando il dubbio interpretativo sull'inclusione delle obbligazioni extracontrattuali. In terzo luogo, sul patrimonio del fondo non sono più ammesse solo le azioni dei creditori della SGR e del depositario, ma anche quelle dei creditori degli altri comparti, escludendo in modo esplicito qualsiasi forma di contagio patrimoniale tra comparti distinti. In quarto luogo, il divieto per la SGR di utilizzare i beni del fondo viene esteso ai «relativi comparti», assicurando la coerenza del divieto con la nuova struttura a compartimento.

La riforma introduce una disciplina specifica e rafforzata per la separazione patrimoniale dei comparti delle Sicav e delle Sicaf in gestione interna, dettata dai nuovi commi 6-ter e 6-quater dell'art. 35-bis TUF. Si tratta di una scelta di grande rilievo sistematico, in quanto per gli OICR in forma societaria il tema della separazione patrimoniale dei comparti richiede un approccio diverso rispetto a quello degli OICR contrattuali, data la personalità giuridica della società e la conseguente titolarità dei rapporti giuridici.

Il nuovo art. 35-bis, comma 6-ter, TUF prevede che, nel caso di Sicav e Sicaf in gestione interna che prevedono uno o più comparti, ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio generale della società e dai patrimoni degli altri comparti, con la conseguenza che la Sicav o la Sicaf risponde delle obbligazioni relative alla gestione del singolo comparto — incluse quelle di natura tribu-

taria — esclusivamente con il patrimonio del comparto. Gli atti compiuti in relazione alla gestione di un singolo comparto devono recare espressa menzione del comparto; in mancanza, la società ne risponde anche con il suo patrimonio generale. Di grande rilievo pratico è altresì la previsione che il patrimonio di una medesima Sicav possa essere suddiviso in comparti costituiti esclusivamente da FIA o esclusivamente da OICVM, soggetti alle relative discipline europee e nazionali: questa flessibilità consente la costituzione di strutture multi-strategia all'interno di un'unica entità giuridica, con significativi vantaggi in termini di efficienza e riduzione dei costi operativi.

Il nuovo art. 35-bis, comma 6-quater, TUF estende ulteriormente la protezione patrimoniale, stabilendo che sul patrimonio della Sicav o Sicaf in gestione interna — inclusi i patrimoni dei comparti — non sono ammesse azioni dei creditori del depositario o del sub-depositario, in linea con l'art. 21, par. 12, della direttiva 2011/61/UE e l'art. 22 della direttiva 2009/65/CE. Si tratta di una previsione che allinea il regime di separazione delle Sicav e Sicaf a quello dei fondi comuni contrattuali, assicurando un trattamento uniforme e coerente.

Per le Sicav e Sicaf in gestione esterna, il nuovo art. 38, comma 3, TUF introduce un regime di separazione dei comparti analogo a quello disegnato per i comparti dei fondi comuni di invesetimento, ma non perfettamente sovrapponiible Il nuovo art. 38, comma 3-bis, TUF prevede infatti che, qualor lo statuto della Sicav in gestione esterna e della Sicaf in gestione esterna preveda la possibilità di costituire uno o più comparti, ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti. Delle obbligazioni relative alla gestione del singolo comparto, ivi incluse quelle di natura tributaria, purché l'atto rechi espressa menzione del comparto, la Sicav in gestione esterna o la Sicaf in gestione esterna rispondono esclusivamente con il patrimonio del comparto; in caso di mancata menzione del comparto ovvero per le altre obbligazioni, la società risponde con l'intero patrimonio.

Il rafforzamento del regime di separazione patrimoniale operato dalla riforma si innesta in un vivace e mai sopito dibattito dottrinale e giurisprudenziale sulla natura giuridica del fondo comune di investimento e, in particolare, sulla questione se ad esso debba o meno essere riconosciuta una qualche forma di soggettività giuridica. Al riguardo, la dottrina ha elaborato nel tempo diverse teorie tra loro alternative.

Secondo la teoria della comunione, risalente alla prima fase di elaborazione dottrinale successiva all'introduzione dei fondi comuni con la legge n. 77/1983, il fondo comune costituirebbe una comunione tra i partecipanti, con la SGR nel ruolo di mandatario comune. Sin da subito, tuttavia, tale ricostruzione si è scontrata con evidenti difficoltà applicative, poiché i partecipanti non vantano diritti reali sui singoli beni del fondo,

ma solo un diritto di credito rappresentato dalla quota di partecipazione.[07] La dottrina maggioritaria ha pertanto optato per la teoria del patrimonio separato, qualificando il fondo comune come patrimonio separato o patrimonio di destinazione: il patrimonio del fondo costituisce un complesso unitario di beni vincolati a una specifica destinazione — l'investimento collettivo — e sottratto alla garanzia generica dei creditori del titolare formale (la SGR). Questa teoria richiede tuttavia un complemento di disciplina, giacché l'affermazione per la quale il fondo costituisce un «patrimonio separato» non consente di individuare con esattezza il regime ad esso applicabile.[08]

Una raffinazione ulteriore è offerta dalla teoria del patrimonio autonomo, che opera una distinzione tra patrimonio «separato» e patrimonio «autonomo», riservando questa seconda qualificazione ai casi in cui il vincolo di destinazione sia più intenso e determini una vera e propria insensibilità del patrimonio alle vicende del soggetto gestore. Questa soluzione sembra essere quella che meglio riflette la posizione della Corte di Cassazione, che ha concluso che «il fondo comune di investimento costituisce un patrimonio autonomo e distinto, sia dal patrimonio della società di gestione sia da quello

07 La teoria della comunione, sostenuta nella prima fase di elaborazione dottrinale successiva alla legge n. 77/1983, è riconducibile, tra gli altri, agli scritti di M. CASELLI, Fondi comuni e proprietà, in Giust. civ., 1984, II, 86 ss.; nonché V. VISENTINI, I fondi comuni di investimento, in Quadrimestre, 1984, 445 ss. La tesi è stata in seguito riproposta, sia pure con accenti differenti, anche da B. LIBONATI, Assemblea e patti parasociali, in La riforma del diritto societario. Atti del Convegno di Courmayeur, Milano, Giuffrè, 2003, 139 ss.; un richiamo che, peraltro, in molti sistemi stranieri trova un appiglio normativo, posto che lo schema della comproprietà è espressamente contemplato dalla legge, sia pure con deroghe non secondarie. Per una ricognizione critica delle diverse teorie elaborate sulla natura giuridica del fondo, v. R. LENER, La circolazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare, in Riv. soc., 1989, 1068 ss.; A. NIGRO, I fondi comuni di investimento [Struttura e natura giuridica], Milano, 1970; nonché, da ultimo, L. IACUMIN, I fondi comuni di investimento. Diritto sostanziale e processo, Trieste, EUT, 2020.

08 Sulla teoria del patrimonio separato applicata ai fondi comuni, v. R. COSTI, La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali, in Riv. soc., 1968, 242 ss.; T. ASCARELLI, La natura giuridica del fondo comune di investimento mobiliare, in Quadrimestre, 1984; A. LENER, Costituzione e gestione dei fondi comuni, in Foro it., 1985, 177 ss.; nonché, per la successiva elaborazione, P. CALICETI, Vecchie e nuove questioni in tema di fondi comuni d'investimento, in Riv. dir. civ., 2012, 228 ss. Per una ricostruzione del fenomeno alla luce della deroga al principio di responsabilità patrimoniale universale ex art. 2740 c.c., v. G. CAVALLARO, Commento all'art. 36, in Commentario al Testo Unico della Finanza, Pisa, Pacini Giuridica, 218 ss.

dei singoli partecipanti» (Cass. Civ., Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605).[09] Alcuni autori hanno inoltre sostenuto che il fondo comune, pur privo di personalità giuridica, sia dotato di una forma di soggettività giuridica «imperfetta» o «attenuata», tale da giustificare il regime di separazione patrimoniale, con echi anche in sede giurisprudenziale.[10]

Il punto di svolta nel dibattito è tutt'ora rappresentato dalla sentenza Cass., Sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, leading case della materia: i giudici di legittimità hanno stabilito che i fondi comuni di investimento costituiscono patrimoni separati della SGR, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse del fondo, l'im-

09 Cass., 15 luglio 2010, n. 16605, in Foro it., 2011, I, 1853 ss., con nota di S. PELLEGATTA, Fondi comuni di investimento e acquisti di immobili: la Cassazione propende per l'intestazione alla società di gestione del risparmio, ivi, 1858 ss.; in Giur. it., 2011, 331 ss., con note di L. BOGGIO, Fondi comuni di investimento, separazione patrimoniale, interessi protetti e intestazione di beni immobili, ivi, 333 ss., e di M. RIZZUTI, La Cassazione si pronuncia sulla soggettività dei fondi comuni d'investimento, ivi, 1550 ss.; in Società, 2011, 46 ss., con nota di N. BRUTTI, Fondo comune di investimento: oggetto o soggetto di diritto?, ivi, 49 ss.; in Contr., 2011, 27 ss., con nota di A. LAMORGESE, I fondi comuni di investimento non hanno soggettività giuridica autonoma, ivi, 31 ss.; in Resp. civ., 2011, 124 ss., con nota di F.R. FANTETTI, Separazione e titolarità del patrimonio nei fondi comuni di investimento, ivi, 127 ss.; in Giur. comm., 2011, 1128 ss., con note di A.D. SCANO, Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento, ivi, II, 1133 ss., e di C. GHIGI, Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento, ivi, II, 1146 ss.; in Banca, borsa, tit. cred., 2011, 417 ss., con note di V. LEMMA, Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio, ivi, II, 423 ss., e di F. GENTILONI SILVERI, Limiti di responsabilità patrimoniale nei fondi comuni di investimento. Novità recenti: tra giurisprudenza e legislazione, ivi, II, 432 ss. Tra i commenti alla sentenza, v. inoltre R. LENER-C. PETRONZIO, La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal Tuf, in F. ANNUNZIATA (a cura di), Il Testo unico della finanza. Un bilancio 15 anni dopo, II, Milano, Egea, 2015, 405 ss.; P. FERRO-LUZZI, Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605), in Riv. soc., 2012, 751 ss.; D. RESTUCCIA, I fondi di investimento chiusi, Bari, Cacucci, 2012, 86 ss. Critica la distinzione tra titolarità formale e titolarità sostanziale che emerge dalla pronuncia, P. CALICETI, op. cit., 228 ss.; aderisce, invece, a tale distinzione Trib. Milano, 12 aprile 2011 (su www.giurisprudenzadelleimprese.it), che parla di proprietà "vincolata nel fine, nel metodo e nelle responsabilità in favore dei partecipanti".

10 Per la ricostruzione del fenomeno fondata sulla titolarità da parte del gestore di una "funzione" (proprietà-funzione o proprietà-ufficio), v. P.G. JAEGER, Sui fondi comuni di investimento, in Riv. soc., 1969, 1113 ss.; G. CASTELLANO, Per una qualificazione dei fondi di investimento immobiliare, in Riv. soc., 1969, 1150 ss. La tesi che valorizza il fondo quale complesso di beni funzionalmente collegati e (meramente) oggetto dell'attività di gestione, ma privo di soggettività, è invece sostenuta da G. FERRI JR., Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento, in Orizzonti del diritto commerciale, 2015 (consultabile all'indirizzo http://www.rivistaodc.eu). Per un'esauriente ricognizione critica delle posizioni emerse nel dibattito, v. P. BASILE, La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano, in Riv. dir. banc., 2017, ove si rileva, condivisibilmente, come la dottrina si sia spesso mossa "in una prospettiva più demolitoria, che non propositiva". La pronuncia del Trib. Milano, 10 giugno 2016 (consultabile all'indirizzo www.giurisprudenzadelleimprese.it), ha riconosciuto al fondo una propria soggettività; il medesimo Tribunale, tuttavia, ha mutato indirizzo con la sentenza 20 novembre 2021, in Le Società, 2022, 749, con nota di N. DE LUCA. Per un'ulteriore prospettiva ricostruttiva, fondata sulla dissociazione tra titolarità formale del gestore e interesse sostanziale dei partecipanti, v. da ultimo N. DE LUCA, La "circolazione" volontaria di un fondo comune tra SGR. Una fattispecie acquisitiva a titolo originario?, in Banca, borsa, tit. cred., 6, 2023, 887 ss.

mobile acquistato deve essere intestato alla SGR stessa. La Corte esclude che il bene si possa imputare direttamente al fondo, in quanto quest'ultimo è privo di soggettività giuridica, e individua nell'unico soggetto identificabile — la SGR — il titolare «formale» dei beni. Tale linea interpretativa è stata successivamente confermata da Cass., Sez. I, 8 maggio 2019, n. 12062, e da Cass., 15 febbraio 2023, n. 4741, rispetto alle quali si è discostata in modo isolato la pronuncia del Tribunale di Milano del 10 giugno 2016, che ha riconosciuto al fondo comune una propria soggettività argomentando.[11]

La riforma del TUF non affronta esplicitamente la questione della soggettività giuridica del fondo, che rimane affidata all'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale. Tuttavia, le innovazioni in materia di separazione patrimoniale hanno un impatto significativo sul dibattito: la previsione che le obbligazioni relative alla gestione del fondo — incluse quelle tributarie — gravino esclusivamente sul patrimonio del fondo stesso costituisce una deroga significativa al principio di responsabilità patrimoniale universale di cui all'art. 2740 c.c. che rafforza l'autonomia del fondo, avvicinandone il regime a quello degli OICR societari già dotati di personalità giuridica. Come osservato in dottrina, il «fenomeno» fondo va indagato muovendo da assunti diversi rispetto alle categorie civilistiche tradizionali, di cui il regime di separazione costituisce premessa imprescindibile e criterio interpretativo non eludibile: la riforma, in questa prospettiva, privilegia la tutela sostanziale degli investitori rispetto alla coerenza formale con le categorie dog-

11 L'orientamento della Cassazione del 2010 è stato richiamato da Cass., 20 maggio 2013, n. 12187, in Riv. not., 2013, 744; Cass., 19 giugno 2013, n. 15319; e successivamente consolidato da Cass., Sez. I, 8 maggio 2019, n. 12062, che ha affermato con nettezza che il fondo comune di investimento non costituisce un soggetto di diritto distinto, ma rappresenta un patrimonio separato della SGR. Nella stessa direzione si pongono Cass., 30 dicembre 2020, n. 29888, in Nuova giur. civ. comm., 2021, 519 ss., con nota di VERÌ, I confini della separazione patrimoniale nella gestione dei fondi comuni di investimento; Cass., 15 febbraio 2023, n. 4741, in tema di legittimazione attiva e passiva; Cass., 9 marzo 2023, n. 7116; Cass., 5 febbraio 2024, n. 3218; e, da ultimo, Cass., 18 marzo 2025, n. 7201, in tema di contratto di appalto stipulato dalla SGR per la custodia di impianti facenti parte del fondo. La giurisprudenza tributaria ha mostrato talune aperture parziali, riconoscendo - ai limitati fini fiscali - una soggettività funzionale del fondo: v. Cass., 12 giugno 2024, n. 16285, e Cass., 18 giugno 2025, n. 16421, su cui T. VENTRELLA, La responsabilità della SGR per le obbligazioni tributarie del fondo comune di investimento: alla ricerca dell'autonomia patrimoniale perduta, in Riv. trim. dir. ec., 2/2025, 68 ss. Tra le pronunce di merito allineate all'orientamento di legittimità, v. Trib. Rovigo, 21 ottobre 2010, in Società, 2011, 1057 ss.; App. Venezia, 1° marzo 2012, in Nuova giur. civ. comm., 2012; Trib. Milano, 29 marzo 2012, in www.dirittobancario.it; Trib. Roma, 20 maggio 2014, in www.ilcaso.it.

matiche preesistenti.[12]

8. Ulteriori modifiche alla disciplina delle Sicav e delle Sicaf

La riforma introduce importanti modifiche alla disciplina delle Sicav e delle Sicaf, adeguandole alla nuova architettura del sistema della gestione collettiva e alle esigenze operative degli operatori di mercato.

8.1 La distinzione tra gestione interna e gestione esterna

Come anticipato, la riforma introduce una distinzione netta tra Sicav e Sicaf in gestione interna — che gestiscono direttamente il proprio patrimonio — e Sicav e Sicaf in gestione esterna — che affidano la gestione a un soggetto esterno. Tale distinzione ha conseguenze rilevanti sul piano dei requisiti di accesso, degli obblighi operativi e del regime di vigilanza. Le Sicav e Sicaf in gestione interna autorizzate devono disporre di una struttura organizzativa adeguata, di un sistema di controllo interno efficace e di risorse umane e tecniche sufficienti per esercitare autonomamente l'attività di gestione. Le Sicav e Sicaf in gestione esterna, invece, delegano al gestore esterno lo svolgimento delle attività di gestione del portafoglio e si configurano sostanzialmente come «fondi senza gestore proprio».

8.2 Il capitale e le azioni delle Sicav e Sicaf

Il nuovo regime introdotto dagli artt. 35-quater e 35-quinquies TUF detta regole più flessibili in materia di capitale e azioni. Viene introdotta la previsione espressa del «patrimonio generale», ossia il complesso di beni e rapporti giuridici facenti capo alla società, non imputati ai singoli comparti e preordinato allo svolgimento delle attività della società nel suo complesso: una nozione fondamentale per delineare con precisione il perimetro della separazione patrimoniale tra comparti e patrimonio generale. Per le Sicav in gestione interna, il rimborso delle azioni sottoscritte a fronte dei conferimenti che costituiscono il patrimonio generale è autorizzato dalla Banca d'Italia. Per le Sicaf in gestione interna con comparti, non si applica l'art. 2438 c.c. limitatamente alle azioni di comparto. Per le Sicav in gestione interna con comparti, è espressamente

12 Sia consentito il rinvio, sul punto, a F. ANNUNZIATA, Organismi di investimento collettivo del risparmio: fattispecie e forme, Milano, EGEA, 2017, ove si argomenta come l'intera questione relativa alla sussistenza, o meno, di una qualsivoglia forma di soggettività in capo al fondo sia stata mal posta, in quanto caratterizzata dall'abbaglio della ricerca di un necessario binomio tra patrimonio e soggetto. La separazione patrimoniale, infatti, conduce di per sé all'imputazione, separatamente e direttamente in capo al patrimonio del fondo, degli effetti dei rapporti giuridici che interessano l'attività di gestione, senza che vi sia necessità di invocare le regole sulla rappresentanza o sul mandato per giustificare ciò che, di fatto, costituisce l'unica soluzione compatibile con precise scelte normative. In senso parzialmente difforme, v. P. CALICETI, op. cit. Sulla rilevanza del fenomeno gestorio per l'inquadramento sistematico del fondo, v. altresì P. FERRO-LUZZI, Le gestioni patrimoniali, in Giur. comm., 1992, I, 50 ss.; G. FERRI JR., Patrimonio e gestione, in Riv. dir. comm., 1992, I; nonché, più di recente, L. SPOLAORE, Gestione collettiva del risparmio e responsabilità, in Riv. soc., 6, 2015, 1138 ss., e M. MIOLA, La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f., in Banca, borsa, tit. cred., 2001, 3, 299 ss.

prevista la possibilità di distribuire proventi relativi al singolo comparto anche in assenza di utili complessivi della società, previa asseverazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

8.3 La vigilanza sulle Sicav e Sicaf in gestione esterna

Per le Sicav e Sicaf in gestione esterna, la riforma chiarisce che la Banca d'Italia e la Consob possono esercitare i propri poteri informativi e di indagine nei confronti del gestore esterno — per verificare il rispetto dei suoi obblighi — nonché nei confronti della Sicav o Sicaf gestita, per accertare il rispetto delle disposizioni applicabili alla società. Il gestore esterno è responsabile del rispetto dei doveri normativamente previsti anche nei confronti delle Autorità di vigilanza (art. 38, comma 5, TUF), in attuazione dell'art. 8 della direttiva 2011/61/UE in materia di obblighi del gestore. Per le Sicav e Sicaf in gestione esterna non riservate, la Banca d'Italia approva lo statuto e le relative modificazioni; per quelle riservate, il gestore esterno trasmette gli statuti e le relative modificazioni alla Banca d'Italia entro dieci giorni dagli adempimenti previsti dal codice civile.

9. L'oggetto dell'investimento degli OICR

La riforma introduce una disciplina più organica e chiara in merito all'oggetto dell'investimento degli OICR attraverso il nuovo art. 39-bis TUF, che sostituisce il previgente rinvio contenuto nell'art. 1, comma 1, lett. k) TUF, elencando le categorie di beni in cui può essere investito il patrimonio di un OICR.[13]

Il patrimonio dell'OICR può essere investito in una o più categorie di beni analiticamente individuate dalla norma. Vi rientrano anzitutto gli strumenti finanziari negoziati e quelli non negoziati in un mercato regolamentato, nonché i depositi bancari di denaro. Sul versante immobiliare, sono ammessi beni immobili, diritti reali immobiliari — ivi compresi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori —, partecipazioni in società immobiliari e parti di altri FIA immobiliari anche esteri. Sono altresì investibili i crediti e i titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'OICR (c.d. direct lending), disciplinati dagli artt. 46-bis ss. TUF come modificati dal d.lgs. 39/2026. Chiude il catalogo una categoria residuale di altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

Questa elencazione sostituisce la precedente formulazione dell'art. 1, comma 1, lettera k) del TUF, che faceva riferimento a «strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili». La nuo-

13 Sull'oggetto dell'investimento degli OICR e sulle categorie di beni in cui è ammesso l'investimento del patrimonio del fondo, v. C. CAVANNA, Fondi comuni di investimento e sicav, in Trattato di Diritto Privato, P. RESCIGNO (diretto da), XVI, Torino, 2012; nonché F. ANNUNZIATA, Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento, in Riv. soc., 2000, 365 ss. Sui fondi immobiliari in particolare, M. SABATELLI, La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento immobiliare, Milano, 1995.

va formulazione è più sistematica e completa, e consente di individuare con maggiore precisione il perimetro degli investimenti ammissibili per ciascuna tipologia di OICR.

10. Il regime di vigilanza: ripartizione delle competenze tra Banca d'Italia e Consob

Uno degli aspetti più significativi della riforma è la razionalizzazione e la chiarificazione del riparto di competenze tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di gestione collettiva del risparmio. La riforma persegue l'obiettivo di eliminare duplicazioni e sovrapposizioni nei procedimenti autorizzativi e di vigilanza, al fine di ridurre i tempi di risposta e i costi di compliance per i soggetti vigilati.

La riforma attribuisce alla Banca d'Italia competenze esclusive in una serie di materie rilevanti per la gestione collettiva. In primo luogo, la valutazione dei requisiti di cui all'art. 13 TUF — onorabilità, professionalità e indipendenza dei soci e degli esponenti dei gestori autorizzati, in quanto attinenti alla sana e prudente gestione — è attribuita in via esclusiva alla Banca d'Italia, con soppressione dei previgenti pareri della Consob. In secondo luogo, la Banca d'Italia detiene la competenza esclusiva sull'autorizzazione all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio 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). In terzo luogo, la competenza per la nomina e revoca del depositario (art. 26 TUF) — precedentemente attribuita alla Consob, sentita la Banca d'Italia — viene integralmente trasferita alla Banca d'Italia, sentita la Consob. A queste si aggiungono la gestione del registro dei GEFIA sotto soglia registrati e dei relativi procedimenti di cancellazione, nonché la vigilanza sul rischio sistemico relativo all'attività dei medesimi.

La riforma attribuisce alla Consob competenze esclusive in materia di commercializzazione di OICVM nell'Unione Europea ai sensi degli artt. 40 e ss. TUF, rendendo la Consob l'unica Autorità competente in coerenza con il suo ruolo di NCA per i profili di commercializzazione ai sensi delle direttive UCITS e AIFMD. La Consob mantiene altresì le proprie competenze in materia di tutela degli investitori, comunicazione al pubblico e condotta dei gestori nei confronti della clientela.

Viene altresì introdotto il nuovo art. 3-bis TUF, che prevede la possibilità per gli operatori di presentare alla Consob e alla Banca d'Italia richieste volte alla valutazione preventiva, in tempi adeguati, di specifiche situazioni che possano comportare violazioni di disposizioni oggetto della rispettiva vigilanza (c.d. ruling preventivo o no-action letter). Le Autorità stabiliscono con regolamento i criteri e le modalità di presentazione dei quesiti, i casi in cui i quesiti e le risposte sono pubblicati e la possibilità di rispondere mediante orientamenti interpretativi di carattere generale.

L'istituto del quesito alle Autorità risponde a un'esigenza concreta di certezza del diritto per gli operatori del settore, che si trovano spesso a dover navigare in un quadro normativo complesso e in rapida evoluzione. La possibilità di ottenere una risposta preventiva su specifiche situazioni operative riduce i costi di compliance e il rischio regolatorio, favorendo un dialogo costruttivo tra regolatori e regolati.

11. La gestione delle crisi degli intermediari

La riforma introduce importanti innovazioni in materia di gestione delle crisi degli intermediari della gestione collettiva, disegnando un sistema differenziato in funzione della tipologia e della rilevanza sistemica del soggetto.[14]

Le Sgr autorizzate, le Sicav, le Sicaf e le SdP autogestite rimangono assoggettate al quadro completo di gestione delle crisi degli intermediari finanziari, inclusa la Liquidazione Coatta Amministrativa (LCA) ai sensi dell'art. 57 TUF e l'Amministrazione Straordinaria ai sensi dell'art. 56 TUF, sotto la supervisione della Banca d'Italia e della Consob. Questo regime è coerente con la rilevanza sistemica che questi soggetti possono avere e con la necessità di garantire una gestione ordinata della loro eventuale crisi. La riforma introduce il nuovo art. 35-terdecies TUF, che disciplina la revoca dell'autorizzazione nei casi tassativi di cui all'art. 35-terdecies, comma 2, lett. a)-c) TUF: la revoca costituisce causa di scioglimento della società, che provvede a liquidare o cedere gli OICR gestiti entro sessanta giorni dalla comunicazione del provvedimento.

Gli OICR societari in gestione esterna — Sicav, Sicaf e SdP in gestione esterna — sono esclusi dall'Amministrazione Straordinaria (art. 56 TUF) e dalla LCA (art. 57 TUF), in allineamento con il trattamento degli OICR contrattuali e in coerenza con il principio per cui la responsabilità gestoria ricade sul gestore esterno. Questa scelta riflette il fatto che la gestione operativa di tali soggetti è affidata al gestore esterno — che è il soggetto rilevante ai fini della vigilanza prudenziale —, mentre la società veicolo è essenzialmente un contenitore degli asset degli investitori.

I GEFIA sotto soglia registrati sono esclusi dalla LCA e dall'Amministrazione Straordinaria. La loro eventuale crisi è disciplinata dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza (d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14), con applicazione delle ordinarie procedure concorsuali. Il nuovo art. 57-quater TUF disciplina le specifiche modalità di applicazione del CCII ai GEFIA sotto soglia registrati, tra cui la cancellazione dal registro in caso di apertura della liquidazione giudiziale.

Di notevole rilievo è la previsione secondo cui il gestore autorizzato può accedere agli strumenti del Codice della Crisi — composizione negoziata, piano attestato di risanamento — per conto del FIA gestito. Questa disposizione consente al gestore di utilizzare gli strumenti di prevenzione della crisi nell'interesse dei partecipanti al fondo, prima che la situazione si deteriori al punto da richiedere l'avvio delle procedure formali.

14 Sulla gestione delle crisi degli intermediari della gestione collettiva e sull'interazione con le procedure concorsuali, v. P. CARRIÈRE, Fondi comuni di investimento tra liquidazione giudiziale e soluzioni negoziali della crisi d'impresa, in il Fallimento, 6, 2014; A. SCANO, Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento, in Giur. comm., 2011, II, 1146 ss.; nonché, in chiave generale, B. INZITARI, Le procedure concorsuali nel codice della crisi.

12. Le disposizioni transitorie e l'entrata in vigore

Il decreto legislativo prevede un sistema articolato di disposizioni transitorie e di entrata in vigore che mira a garantire una transizione ordinata al nuovo regime normativo, minimizzando i rischi operativi per gli intermediari e assicurando continuità nella tutela degli investitori durante la fase di implementazione.

Il decreto legislativo prevede un'entrata in vigore scaglionata secondo uno schema a più livelli. L'entrata in vigore generale è fissata a quindici giorni dalla data di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, e costituisce il termine di riferimento per il computo delle scadenze successive. Le modifiche relative alla disciplina degli intermediari e della gestione collettiva del risparmio (Parte II del TUF) si applicano a partire da nove mesi dopo l'entrata in vigore del decreto, termine necessario per consentire alle Autorità di vigilanza di emanare la normativa regolamentare di dettaglio e ai soggetti vigilati di adeguare le proprie strutture e procedure.

I gestori che operano nel regime previgente (ex art. 35-undecies TUF) e le SIS dispongono di un periodo transitorio di dodici mesi dall'adozione della normativa secondaria per scegliere tra il regime dei gestori autorizzati e quello dei GEFIA sotto soglia registrati: una flessibilità importante che consente agli operatori di individuare il regime più adatto alla loro dimensione e strategia operativa. I gestori già iscritti nell'albo dei gestori autorizzati che operano esclusivamente come EuVECA o EuSEF saranno invece cancellati dall'albo e iscritti ex officio nel nuovo registro dedicato EuVECA/EuSEF, dopo dodici mesi dalla pubblicazione delle disposizioni regolamentari attuative.

Per agevolare la transizione al nuovo regime, la riforma prevede che le Autorità di vigilanza individuino, con regolamento congiunto ove necessario, ipotesi di semplificazione dei procedimenti e fattispecie al ricorrere delle quali si applicano termini procedimentali abbreviati. Viene altresì previsto che la Banca d'Italia e la Consob realizzino archivi informatici delle disposizioni e degli orientamenti (art. 3, comma 3-bis, TUF), agevolmente accessibili al pubblico, con collegamento diretto alle relative fonti normative e agli orientamenti dell'Unione europea. Questo strumento di accessibilità normativa è di fondamentale importanza per tutti gli operatori del settore, che devono poter conoscere con certezza il quadro regolatorio applicabile.

13. Il decreto legislativo n. 39/2026: il recepimento della direttiva AIFMD II.

Il quadro normativo della gestione collettiva del risparmio risultante dalla riforma del TUF deve essere completato con la lettura del decreto legislativo 13 marzo 2026, n. 39, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 72 del 27 marzo 2026 ed entrato in vigore il giorno successivo con applicazione dal 16 aprile 2026. Questo provvedimento recepisce la direttiva (UE) 2024/927 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 marzo 2024 — comunemente indicata come «AIFMD II» o «UCITS VI» — che modifica le due direttive cardine della gestione collettiva europea: la direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e la direttiva 2009/65/CE (UCITS). Si tratta di un intervento normativo complementare e cronologicamente ravvicinato alla riforma del TUF, che interviene su profili specifici e di grande

rilevanza operativa: gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di depositario e, soprattutto, la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi.

La direttiva 2024/927 nasce dall'esigenza di rafforzare e armonizzare ulteriormente la disciplina europea della gestione collettiva, in particolare con riguardo ai fondi di investimento alternativi. I principali obiettivi che la direttiva si prefigge riguardano: il consolidamento del quadro normativo europeo sui FIA concedenti prestiti (loan originating funds); il rafforzamento degli strumenti di gestione del rischio di liquidità disponibili per i gestori di OICR; l'aggiornamento delle regole sulla delega di funzioni gestorie; il miglioramento della cooperazione tra le autorità di vigilanza degli Stati membri nella supervisione dei depositari; e la promozione della trasparenza nei confronti degli investitori. Il recepimento italiano è avvenuto in attuazione della delega contenuta nell'articolo 13, comma 12, della legge 13 giugno 2025, n. 91, con un termine di sei mesi (16 ottobre 2026) entro cui la Banca d'Italia e la Consob devono adottare le disposizioni attuative delle modifiche apportate al TUF.

Il profilo di maggiore portata innovativa del d.lgs. 39/2026 riguarda la disciplina dei FIA italiani che investono in crediti (c.d. loan originating funds o FIA di credito). La riforma introduce un sistema definitorio articolato e una serie di prescrizioni operative che segnano un passaggio dal regime previgente — caratterizzato da una disciplina parziale e non sistematica — a un quadro normativo organico e coerente con gli standard europei.

Il decreto introduce nell'art. 46-bis del TUF un nuovo comma 01 recante le definizioni delle principali categorie rilevanti. Per «investimento in crediti» o «concessione del prestito» si intende l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma — incluso l'acquisto di crediti — svolta direttamente da parte di un FIA o indirettamente attraverso un terzo o una società veicolo, quando il GEFIA o il FIA partecipa alla strutturazione del prestito o all'accordo preliminare delle sue caratteristiche prima di assumere esposizioni. Il «FIA di credito» o «FIA concedente prestiti» è un FIA che ha una strategia di investimento consistente principalmente nell'investire in crediti, ovvero che detiene in portafoglio crediti con valore nozionale pari ad almeno il 50% del suo valore patrimoniale netto. Il «prestito di azionista» è il finanziamento concesso da un FIA a un'impresa nella quale il FIA detiene almeno il 5% del capitale o dei diritti di voto e che non può essere venduto a terzi indipendentemente dagli strumenti di capitale detenuti dal FIA nella stessa impresa; tale fattispecie è ammessa anche per i GEFIA sotto soglia registrati, in deroga al generale divieto di investimento in crediti. Sono altresì definiti il «FIA che investe anche in credito», il «FIA che utilizza la leva finanziaria» e il «capitale del FIA».

Una delle innovazioni più significative è l'introduzione di divieti di investimento specifici per i FIA di credito e i FIA che investono anche in credito. Tali FIA non possono investire in crediti erogati al GEFIA che li gestisce e al relativo personale; alle terze parti cui il GEFIA ha delegato funzioni e al loro personale; al depositario dei FIA e alle terze parti cui il depositario ha delegato funzioni; ai soggetti appartenenti al gruppo del GEFIA, salvo che si tratti di imprese finanziarie che non finanziano i soggetti appartenenti alle

prime tre categorie. Si tratta di divieti di conflitto di interesse di notevole portata pratica, che ricalcano i principi già consolidati in materia di operazioni con parti correlate e si inseriscono nel più ampio quadro delle norme sulla gestione dei conflitti di interesse applicabili ai gestori di FIA.

Il decreto introduce inoltre una regola fondamentale in materia di attribuzione dei proventi dei crediti: i proventi derivanti dai crediti in cui investono i FIA sono attribuiti integralmente ai FIA stessi, dedotte le spese di amministrazione, e i gestori sono obbligati a informare gli investitori di tutti i costi e le spese relativi all'amministrazione e alla gestione dei crediti. Viene altresì vietata la costituzione di FIA la cui strategia di investimento consista, in tutto o in parte, nell'investire in crediti con la sola finalità di cederli o trasferirli a terzi: il divieto delle c.d. «originate-to-distribute strategies», già contrastato in altri ambiti della regolamentazione europea, è qui declinato con la previsione che, nel caso in cui una parte dei crediti venga comunque ceduta a terzi, il FIA è tenuto a mantenere nel proprio portafoglio almeno il 5% del valore nozionale dei crediti ceduti, in applicazione del principio di retention già previsto dalla disciplina della cartolarizzazione.

Di grande rilievo pratico è 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 che il sistema di gestione del rischio di liquidità è compatibile con la strategia di investimento e la politica di rimborso del FIA, in conformità con gli atti dell'Unione europea direttamente applicabili. La Banca d'Italia può vietare l'istituzione del FIA di credito in forma aperta quando ritenga che non ricorrano le condizioni previste dalla normativa europea e nazionale applicabile. Questa previsione riflette una scelta di principio importante: la forma aperta o chiusa del FIA di credito non è un elemento strutturale inderogabile, ma dipende dalla coerenza del sistema di gestione della liquidità con la strategia di investimento.

Il d.lgs. 39/2026 introduce una modifica rilevante alla disciplina degli accordi di delega prevista dall'art. 33 del TUF, in recepimento dell'art. 30-bis della direttiva AIFMD II. Il nuovo comma 4-bis stabilisce che la commercializzazione delle quote o azioni degli OICR gestiti svolta da uno o più distributori non è considerata delega quando avviene in conformità con le norme di recepimento della direttiva MiFID II o attraverso prodotti di investimento assicurativo in conformità con la direttiva IDD, a prescindere da eventuali accordi di distribuzione tra il gestore e il distributore. Questa previsione elimina un'incertezza interpretativa che aveva generato problemi pratici nella strutturazione dei rapporti di distribuzione, chiarendo inequivocabilmente che la distribuzione non è delega, purché avvenga nel rispetto della normativa MiFID II o IDD applicabile.

Il decreto amplia altresì il catalogo delle attività esercitabili dalle Sgr aggiungendo la possibilità di amministrare indici di riferimento (lettera g-bis), lo svolgimento di attività di gestione di crediti nei confronti dei FIA gestiti e di gestione di crediti in sofferenza (lettera g-ter), l'attività di concessione di finanziamenti per conto dei FIA gestiti (lettera g-quater), i servizi per le società veicolo per la cartolarizzazione (lettera g-quinquies)

e la prestazione a terze parti di qualsiasi altra funzione o attività già svolta dalla Sgr in relazione a un OICR gestito (lettera g-sexies, c.d. «white-labelling»), a condizione che i potenziali conflitti di interesse derivanti da tali attività siano gestiti in modo adeguato.

Il d.lgs. 39/2026 rafforza in modo significativo il sistema di gestione del rischio di liquidità degli OICR. All'art. 6, comma 1, lettera c), del TUF viene inserito il nuovo numero 1-bis, che attribuisce alla Banca d'Italia il potere regolamentare di disciplinare i requisiti in materia di gestione della liquidità, inclusi gli strumenti di gestione della liquidità (c.d. liquidity management tools o LMT) — quali gate, side pockets, swing pricing, anti-dilution levy e simili — e i requisiti in materia di gestione dei rischi derivanti dall'attività di concessione di finanziamenti. La previsione riflette le disposizioni della direttiva 2024/927 che, per la prima volta a livello europeo, introduce un quadro armonizzato in materia di strumenti di gestione della liquidità per gli OICR.

All'art. 7, comma 3, del TUF viene sostituita la disciplina della sospensione delle sottoscrizioni e dei rimborsi, rafforzandone il coordinamento con le autorità europee. La nuova formulazione prevede che le misure di sospensione o limitazione temporanea siano comunicate — a seconda che riguardino un OICVM o un FIA — alle autorità competenti degli Stati membri interessati, all'AESFEM e, qualora sussistano potenziali rischi per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario, al CERS. Viene introdotta anche la possibilità per le Autorità italiane di esercitare tali poteri su richiesta delle omologhe autorità estere, con previsione di un meccanismo di gestione del disaccordo che coinvolge l'AESFEM.

Una delle aree di innovazione più significative del d.lgs. 39/2026 riguarda la possibilità di utilizzare depositari stabiliti in uno Stato membro diverso da quello di origine del FIA (c.d. depositario transfrontaliero). Il decreto aggiunge all'art. 47 del TUF quattro nuovi commi che recepiscono le disposizioni della direttiva 2024/927 in materia di passaporto del depositario per i FIA. I depositari autorizzati dalla Banca d'Italia possono svolgere l'incarico di depositario per i FIA UE senza essere stabiliti nello Stato membro di origine del FIA, previa comunicazione alla Banca d'Italia. Il depositario che agisce in regime transfrontaliero è tenuto a fornire, su richiesta, alle autorità competenti le informazioni di cui venga a conoscenza nell'esercizio del suo incarico. Sono altresì previsti obblighi di cooperazione tra la Banca d'Italia, la Consob e le autorità competenti degli altri Stati membri interessati, nonché specifiche comunicazioni all'AESFEM in caso di fondato sospetto di inadempimento da parte di un depositario.

L'introduzione del passaporto del depositario per i FIA è una delle novità più attese della riforma europea, che consentirà di razionalizzare le strutture di custodia degli asset dei fondi di investimento alternativi, riducendo i costi e migliorando l'efficienza operativa. Per il mercato italiano, questa innovazione è particolarmente rilevante in quanto potrà favorire l'utilizzo di depositari italiani per FIA domiciliati in altri Stati membri e viceversa, rafforzando il ruolo dell'Italia come hub per i servizi di custodia.

Il d.lgs. 39/2026 introduce alcune modifiche al sistema di segnalazioni a fini di vigilan-

za, in attuazione delle disposizioni della direttiva 2024/927. Viene aggiunta alla lettera b-bis) dell'art. 6, comma 2, del TUF la fattispecie in cui il gestore gestisce o intende gestire un OICR su iniziativa di un terzo (c.d. «initiator model» o «white-label fund»), che deve essere inclusa tra i potenziali conflitti di interesse da gestire e da segnalare. Vengono altresì aggiornate le disposizioni in materia di informazioni da comunicare all'AESFEM: la Consob è tenuta a informare l'AESFEM delle autorizzazioni rilasciate o ritirate e di qualsiasi modifica dell'elenco degli OICR gestiti o commercializzati nell'Unione europea, con un obbligo specifico di comunicazione trimestrale nel caso di GEFIA autorizzati. Viene altresì previsto l'obbligo per le Sgr autorizzate, le Sicav e le Sicaf di comunicare preventivamente alla Banca d'Italia e alla Consob qualsiasi modifica sostanziale delle condizioni per il rilascio dell'autorizzazione, prima che la modifica sia attuata.

Una previsione di notevole rilievo pratico introdotta dal d.lgs. 39/2026 è la nuova lettera d-bis) del comma 5 dell'art. 4 del TUF, che consente alla Banca d'Italia e alla Consob di scambiare informazioni con l'amministrazione finanziaria quando le informazioni siano richieste nel corso di un'attività di controllo volta ad accertare un illecito fiscale. Questa previsione, che recepisce le disposizioni della direttiva 2024/927 in materia di cooperazione con le autorità fiscali, è particolarmente rilevante nel contesto della lotta all'evasione e all'elusione fiscale attraverso strutture di fondi di investimento, e apre un canale formale di cooperazione tra le Autorità di vigilanza finanziaria e l'Agenzia delle Entrate che in precedenza non era espressamente previsto.

Il d.lgs. 39/2026 introduce, attraverso il nuovo comma 6-bis dell'art. 44 del TUF, una norma di semplificazione specifica per i FIA UE che investono prevalentemente nelle azioni di una determinata società e vengono commercializzati in Italia presso i dipendenti di tale società o delle sue entità affiliate nel quadro di regimi di risparmio o di partecipazione dei dipendenti. Per questi fondi — tipicamente i c.d. «employee investment funds» diffusi nelle strutture di incentivazione dei grandi gruppi internazionali — non sono imposti obblighi aggiuntivi rispetto a quelli applicabili nello Stato membro di origine del FIA, eliminando un ostacolo normativo che in precedenza poteva rendere complessa la commercializzazione in Italia di questi strumenti.

Il d.lgs. 39/2026 si affianca alla riforma del TUF varata il decreto legislativo del 27 marzo 2026, creando un sistema normativo a doppio livello che richiede un'attenta lettura coordinata. Le due riforme si integrano su diversi piani: la riforma del TUF introduce le nuove figure soggettive e la nuova architettura del sistema della gestione collettiva; il d.lgs. 39/2026 aggiorna le regole operative in materia di FIA di credito, delega, liquidità e depositario.

Un primo profilo di coordinamento di particolare rilievo riguarda la disciplina dei FIA di credito. La riforma del TUF aveva già previsto che l'oggetto dell'investimento degli OICR potesse comprendere crediti e titoli rappresentativi di crediti, inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'OICR; il d.lgs. 39/2026 completa questo quadro introducendo la disciplina specifica dei FIA di credito, che costituisce una lex specialis rispetto alle previsioni generali sull'oggetto dell'investimento. Un secondo profilo riguarda la disci-

plina dei GEFIA sotto soglia registrati: la riforma del TUF vieta a questi soggetti di investire in crediti, con l'unica eccezione dei prestiti di azionista, mentre il d.lgs. 39/2026 — introducendo la definizione specifica di «prestito di azionista» — chiarisce i confini di questa eccezione con sufficiente precisione per consentire un'applicazione uniforme. Un terzo profilo riguarda il sistema di vigilanza: il d.lgs. 39/2026 rafforza il ruolo della Banca d'Italia come autorità competente in materia di FIA di credito, inserendosi coerentemente nella scelta della riforma del TUF di attribuire alla Banca d'Italia la competenza esclusiva in materia di autorizzazione e vigilanza prudenziale dei gestori.

L'insieme delle innovazioni introdotte dal d.lgs. 39/2026 ha implicazioni operative significative per tutti gli operatori del settore della gestione collettiva. I gestori di FIA che già investono in crediti o che intendono avviare tale attività devono verificare la conformità della propria struttura e delle proprie politiche di investimento alla nuova disciplina, prestando particolare attenzione ai divieti di investimento in crediti verso soggetti correlati, alle regole sull'attribuzione dei proventi e alle disposizioni sulla retention. I gestori che utilizzano accordi di distribuzione devono verificare che tali accordi non configurino deleghe di funzioni gestorie in base alla nuova definizione, ovvero assicurarsi che la distribuzione avvenga in conformità con la normativa MiFID II o IDD per beneficiare della nuova esenzione. Le Sgr che svolgono o intendono svolgere attività di «white-labelling» devono dotarsi di adeguati sistemi di gestione dei conflitti di interesse. Per i depositari italiani, l'introduzione del passaporto del depositario apre nuove opportunità di business ma richiede l'adeguamento delle strutture organizzative e dei sistemi informativi per gestire le nuove obbligazioni di cooperazione con le autorità di vigilanza straniere.

13.1 I veicoli speciali europei: EuVECA, EuSEF e ELTIF 2.0 nel nuovo quadro normativo italiano

Il quadro riformato della gestione collettiva del risparmio comprende anche una disciplina rinnovata dei veicoli speciali di diritto europeo direttamente applicabili in Italia: i fondi europei di venture capital (EuVECA, regolamento UE 345/2013), i fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF, regolamento UE 346/2013) e i fondi europei di investimento a lungo termine (ELTIF, regolamento UE 2015/760 come modificato dal regolamento UE 2023/606, in vigore dal 10 gennaio 2024). La riforma del TUF interviene su questi veicoli non già riscrivendo la disciplina sostanziale — che rimane di esclusiva competenza del legislatore europeo — bensì adeguando il sistema nazionale di vigilanza e registrazione alle evoluzioni intercorse a livello europeo e razionalizzando il loro raccordo con la nuova architettura dei soggetti della gestione collettiva.

Con riguardo ai fondi EuVECA e EuSEF, la riforma introduce un apposito registro tenuto dalla Banca d'Italia (art. 4-quinquies TUF) distinto dall'albo generale dei gestori autorizzati, nel quale confluiranno sia i gestori che operano esclusivamente in tali forme sia — in via transitoria — quelli attualmente iscritti nell'albo generale. Come già rilevato nella sezione sulle disposizioni transitorie, i gestori già iscritti nell'albo dei gestori autorizzati che operano esclusivamente come EuVECA o EuSEF saranno cancellati d'ufficio

dall'albo generale e iscritti ex officio nel nuovo registro dedicato, entro dodici mesi dalla pubblicazione delle disposizioni regolamentari attuative. Viene altresì chiarito che i GEFIA sotto soglia registrati — in coerenza con il regime di vigilanza semplificata ad essi applicabile — non possono gestire fondi EuVECA né EuSEF, che richiedono un livello di supervisione e di requisiti operativi incompatibile con il regime agevolato di sola registrazione.

Il profilo di maggiore novità sostanziale riguarda tuttavia l'ELTIF 2.0. Il regolamento (UE) 2023/606, in vigore dal 10 gennaio 2024, ha profondamente riformato la disciplina degli ELTIF perseguendo un duplice obiettivo: da un lato, ampliare la categoria degli attivi ammissibili e rendere più flessibile la gestione del portafoglio; dall'altro, aprire l'ELTIF agli investitori al dettaglio in modo più strutturato rispetto alla versione originaria del 2015. L'ELTIF rimane l'unico fondo di investimento alternativo dotato di passaporto europeo di commercializzazione anche nei confronti degli investitori retail, caratteristica che lo pone in una posizione unica nel panorama dei FIA europei e che lo rende uno strumento di potenziale rilievo per la mobilitazione del risparmio delle famiglie verso l'economia reale.

Le principali innovazioni introdotte dal regolamento ELTIF 2.0 di diretta rilevanza per il sistema italiano possono essere così riepilogate. Sul piano degli attivi ammissibili, la soglia di investimento in eligible assets è stata ridotta dal 70% al 55% del valore del patrimonio netto, ampliando significativamente la flessibilità gestionale. Il perimetro degli attivi stessi è stato esteso per includere i green bonds, i titoli cartolarizzati STS (simple, transparent and standardised) e altri strumenti finanziari innovativi, tra cui si registra una prima apertura verso i fintech assets. Sul piano della distribuzione al retail, il requisito di investimento minimo è stato rimosso per gli investitori al dettaglio che vi accedono attraverso strutture di gestione del portafoglio, aprendo di fatto l'ELTIF anche agli investitori di dimensione più contenuta. Il sistema di liquidità è stato riformato introducendo la possibilità di prevedere meccanismi di rimborso dopo un minimum holding period, in deroga alla struttura originariamente chiusa del veicolo, a condizione che il gestore dimostri la coerenza del sistema di gestione della liquidità con la strategia di investimento — un approccio affine a quello introdotto per i FIA di credito in forma aperta dal d.lgs. 39/2026. Sul piano della vigilanza, i requisiti prudenziali applicabili ai gestori di ELTIF sono stati armonizzati a livello europeo, e la riforma del TUF recepisce questa scelta classificando il gestore di ELTIF tra i «gestori autorizzati» ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. q-bis.1), TUF.

Sotto il profilo sistematico, la coesistenza nel nuovo TUF di strumenti di diritto europeo direttamente applicabili (EuVECA, EuSEF, ELTIF) e di strumenti di diritto nazionale (fondi comuni contrattuali, Sicav, Sicaf, SdP) pone questioni di coordinamento normativo di non secondaria importanza. Il rischio di arbitraggio regolatorio tra il regime dell'ELTIF — particolarmente attraente per la possibilità di distribuzione retail e il passaporto europeo — e quello della SdP — riservata agli investitori professionali e limitata al PE/VC — è destinato a diminuire con la maturazione dell'ecosistema, ma richiede attenzio-

ne nella fase di avvio, affinché i due regimi siano percepiti dal mercato come complementari piuttosto che sostitutivi. Il modello di distribuzione dell'ELTIF verso il retail, in particolare, ha ispirato in Francia la promozione di prodotti ELTIF in forma di unit-linked assicurativi, una soluzione distributiva che potrebbe trovare applicazione anche nel mercato italiano e che potrebbe contribuire significativamente alla mobilitazione del risparmio delle famiglie verso gli investimenti alternativi.

14. Valutazioni conclusive

La riforma della gestione collettiva del risparmio introdotta il decreto legislativo del 27 marzo 2026 e integrata dal decreto legislativo n. 39 del 13 marzo 2026 di recepimento della direttiva AIFMD II rappresenta un insieme normativo di grande rilevanza per il sistema finanziario italiano. L'analisi svolta nelle sezioni precedenti consente di formulare valutazioni articolate in merito alle principali innovazioni introdotte e alle prospettive che esse aprono per lo sviluppo del settore, tenendo conto sia dei pregi sia dei limiti dell'intervento, nonché delle interazioni con il più ampio sistema regolatorio europeo e con le esigenze pratiche degli operatori del mercato.

14.1 Un giudizio complessivamente positivo

L'intervento riformatore merita un giudizio complessivamente positivo per diverse ragioni strutturali. In primo luogo, esso introduce una razionalizzazione significativa del sistema normativo applicabile alla gestione collettiva del risparmio, superando le incertezze e le incoerenze che caratterizzavano il quadro previgente. La creazione delle nuove categorie del «gestore autorizzato» e del «GEFIA sotto soglia registrato», nonché la distinzione netta tra OICR in gestione interna e in gestione esterna, introduce chiarezza definitoria e consente di dettare regole uniformi per soggetti omogenei, eliminando le zone grigie che in passato avevano generato incertezza applicativa e contenziosi interpretativi tra operatori e Autorità di vigilanza.

In secondo luogo, la riforma introduce strumenti nuovi e potenzialmente molto efficaci per lo sviluppo del mercato del private equity e del venture capital in Italia. La società di partenariato, in particolare, colma un vuoto normativo che aveva a lungo penalizzato il nostro mercato rispetto a quelli anglosassone e lussemburghese. L'introduzione di una struttura che ricalca la limited partnership internazionale, pur adattandola al contesto del diritto italiano delle società di capitali, è un passo fondamentale per rendere l'Italia una piazza attraente per gli investitori istituzionali internazionali nel settore degli investimenti alternativi: un intervento atteso da decenni dagli operatori del settore, che si erano trovati costretti a strutturare i propri fondi di private equity all'estero per poter offrire agli investitori internazionali strutture giuridicamente familiari.

In terzo luogo, il rafforzamento del regime di separazione patrimoniale degli OICR costituisce un contributo importante alla certezza del diritto e alla tutela degli investitori. La nuova formulazione dell'art. 36, comma 4, del TUF, che estende la separazione ai comparti e include le obbligazioni tributarie, elimina le ambiguità che avevano alimentato un lungo contenzioso giurisprudenziale e riduce il rischio di interpretazioni restrittive

pregiudizievoli per la tutela degli investitori. Il decreto legislativo n. 39/2026 completa il quadro riformato con disposizioni di grande rilievo operativo: la disciplina organica dei FIA di credito, il passaporto del depositario per i FIA, l'aggiornamento degli strumenti di gestione della liquidità e la chiarificazione della natura non-delegatoria della distribuzione completano un quadro che, nel suo insieme, rende il sistema italiano significativamente più competitivo.[15]

14.2 La razionalizzazione del sistema regolatorio come fattore di competitività

Uno degli aspetti più significativi e strutturalmente rilevanti della riforma è la razionalizzazione del sistema di vigilanza, con la chiara ripartizione delle competenze tra Banca d'Italia e Consob e la riduzione delle duplicazioni procedimentali. Questa scelta non è meramente tecnica: essa ha un impatto diretto sulla competitività del mercato italiano rispetto alle principali piazze finanziarie europee. La soppressione dei numerosi pareri preventivi della Consob in procedure di competenza esclusiva della Banca d'Italia riduce significativamente i tempi di risposta e i costi di compliance per i soggetti che intendono accedere al mercato italiano. In un contesto di concorrenza tra piazze finanziarie in cui i tempi di autorizzazione costituiscono un fattore critico per le decisioni di localizzazione degli operatori, questa semplificazione procedurale può tradursi in un vantaggio competitivo concreto.

Analogamente, l'introduzione dell'istituto del quesito alle Autorità (art. 3-bis TUF) risponde a un'esigenza fondamentale di certezza del diritto che gli operatori del settore avevano da tempo segnalato come prioritaria. La possibilità di ottenere una risposta preventiva su specifiche situazioni operative non solo riduce il rischio regolatorio, ma favorisce anche un dialogo costruttivo tra regolatori e regolati che è essenziale per il buon funzionamento di un mercato dei capitali moderno ed efficiente.

14.3 Il regime dei GEFIA sotto soglia: proporzionalità e tutela degli investitori

Il regime agevolato dei GEFIA sotto soglia registrati merita una valutazione autonoma e più articolata, in quanto presenta aspetti innovativi potenzialmente molto positivi ma anche alcune criticità che richiedono attenzione. Sul versante positivo, l'introduzione di un regime di sola registrazione per i gestori di piccola dimensione risponde a un'esi-

15 Sulla funzione sistemica della separazione patrimoniale degli OICR, quale strumento di tutela del risparmio, di delimitazione del rischio del prodotto finanziario e di compensazione dell'assenza di presidi prudenziali di tipo bancario applicabili ai gestori, sia consentito il rinvio a F. ANNUNZIATA, Il rafforzamento della separazione patrimoniale, in Atti del Convegno Banca d'Italia "La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio", Roma, 30 gennaio 2026 (in corso di pubblicazione), ove si argomenta come la separazione patrimoniale dei fondi sia il principale strumento attraverso il quale l'ordinamento compensa l'assenza di presidi prudenziali di tipo bancario, assicurando che il rischio dell'investimento rimanga confinato nel patrimonio del fondo e non si trasferisca né sul gestore, né su altri soggetti. Sul carattere originario - e non derivato - della separazione patrimoniale degli OICR, v. anche, per un confronto con altri fenomeni di patrimoni separati e/o dedicati, D. ROSSANO, Fondo patrimoniale e patrimoni destinati: spunti di riflessione, in Notariato, 4/2003, 423 ss.

genza di proporzionalità regolatoria ampiamente riconosciuta a livello europeo: la stessa direttiva AIFMD prevede una deroga per i gestori sotto soglia, e molti paesi europei hanno scelto regimi agevolati per questa categoria di operatori. La scelta italiana di disegnare un regime strutturato, con condizioni di accesso chiare e poteri di vigilanza limitati ma definiti, è in linea con le migliori pratiche europee e dovrebbe favorire lo sviluppo di un ecosistema di gestori di dimensioni piccole e medie specializzati in investimenti alternativi.

Permangono tuttavia interrogativi importanti sulla tutela degli investitori che accedono ai FIA gestiti da GEFIA sotto soglia registrati. La previsione di obblighi di trasparenza rafforzati è un tentativo di compensare la ridotta vigilanza prudenziale attraverso la disclosure, ma resta da verificare se tale approccio sia sufficiente nella pratica: i requisiti di ammissione per gli investitori non professionali — 500.000 euro di investimento minimo e 5 milioni di portafoglio finanziario — non garantiscono necessariamente un livello di sofisticazione finanziaria sufficiente per gestire un rischio regolatorio di questo tipo. Un profilo critico specifico riguarda il divieto per i GEFIA sotto soglia registrati di investire in crediti (salvo i prestiti di azionista), che potrebbe rivelarsi eccessivamente restrittivo per alcuni modelli di business legittimi, come i fondi di credito privato di dimensione relativamente contenuta.

14.4 La società di partenariato nel confronto europeo

La valutazione della società di partenariato richiede un confronto approfondito con le strutture analoghe presenti negli ordinamenti europei più competitivi per l'industria del private equity e del venture capital. Tale confronto è indispensabile per verificare se la nuova figura italiana sia effettivamente in grado di competere con esse sul piano dell'attrattività per gli investitori istituzionali internazionali.

Il primo termine di confronto è la limited partnership inglese, disciplinata dal Limited Partnership Act 1907. Essa costituisce il modello di riferimento storico per il private equity internazionale: la SdP italiana, fondata sulla struttura della S.A.P.A., ne ricalca la logica con la distinzione tra soci a responsabilità illimitata e limitata. Tuttavia, rispetto alla limited partnership inglese, la S.A.P.A. presenta una struttura di governance più rigida e una tradizione applicativa molto limitata nel contesto italiano, il che potrebbe generare incertezze interpretative nella fase iniziale. Sotto il profilo dell'ambito applicativo, la SdP è limitata al private equity e al venture capital, mentre la limited partnership inglese è utilizzabile per qualsiasi strategia di investimento alternativo, inclusi real estate, infrastrutture e credito.

Il secondo termine di confronto è la Société de Libre Partenariat (SLP) francese, introdotta dalla loi n. 2015-990 e disciplinata dagli artt. L214-162-1 ss. del Code monétaire et financier. La SLP è un FIA riservato di diritto francese che prevede una distinzione tra associés commandités e associés commanditaires analoga a quella della SdP, ma con una più ampia gamma di asset class ammissibili. Un elemento fondamentale di attrattività della SLP è la sua flessibilità fiscale: ai sensi dell'art. 1655 sexies A del Code général

des impôts, essa beneficia di un regime di trasparenza fiscale integrale che consente agli investitori internazionali di beneficiare direttamente dei trattati contro la doppia imposizione applicabili nel loro paese di residenza. Questo regime fiscale è spesso determinante nella scelta tra la SLP e strutture di diritto lussemburghese o inglese. La SdP italiana, al contrario, non ha ancora un quadro tributario definitivo, e tale incertezza rappresenta uno dei principali ostacoli alla sua piena competitività. Occorre tuttavia tenere presente che nel luglio 2024 il legislatore francese ha introdotto una variante ulteriore: la Société de Libre Partenariat Spéciale (SLPS), istituita dall'ordonnance n. 2024-662 del 3 luglio 2024 e disciplinata dagli artt. L214-162-13 ss. del Code monétaire et financier. A differenza della SLP, la SLPS è priva di personalità giuridica e adotta un regime di trasparenza fiscale piena, confermato dalla loi de finances 2025 che ha codificato la disciplina all'art. 1655 sexies A del Code général des impôts. La SLPS è stata concepita con l'obiettivo esplicito di allineare l'offerta francese alla SCSp lussemburghese e alla limited partnership anglosassone, eliminando i cd. frottements fiscaux che la SLP con personalità giuridica subiva nei confronti degli investitori extra-UE. In tal modo, la Francia ha dotato il proprio ordinamento di uno strumento che coniuga la flessibilità contrattuale della partnership senza personalità giuridica con la trasparenza fiscale piena, rendendosi concorrente diretto e temibile della SdP italiana sul mercato degli investitori istituzionali internazionali.

Il terzo termine di confronto è la Société en Commandite Spéciale (SCSp) lussemburghese, introdotta dalla loi du 12 juillet 2013 e disciplinata dagli artt. 22-1 ss. della loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales. La SCSp è un veicolo societario trasparente dal punto di vista fiscale, senza personalità giuridica propria, caratterizzato da semplicità strutturale, assenza di requisiti di capitale minimo, flessibilità contrattuale e vantaggi fiscali derivanti dalla trasparenza. Rispetto alla SdP italiana, la SCSp non ha un limite sull'oggetto dell'investimento, non ha requisiti di ammissione degli investitori altrettanto rigidi e beneficia di un ecosistema di servizi finanziari straordinariamente sviluppato. Il quarto termine di confronto è il Fonds Commun de Placement à Risques (FCPR) francese, strumento tradizionale del private equity francese con lunga tradizione applicativa e quadro fiscale consolidato, rispetto al quale la SdP si avvicina concettualmente più alla SLP, data la sua struttura societaria.

In sintesi, il confronto europeo evidenzia che la SdP presenta potenzialità significative ma sconta alcune aree di svantaggio che meritano attenzione critica. La limitazione dell'oggetto d'investimento al private equity e venture capital la pone in posizione di inferiorità rispetto a SCSp, SLP e SLPS, che ammettono qualsiasi asset class. L'assenza di un regime di trasparenza fiscale consolidato costituisce un ostacolo tanto più serio alla luce del quadro competitivo aggiornato: la SLPS francese — con trasparenza fiscale piena, assenza di personalità giuridica e assenza di requisiti di capitale minimo — rappresenta oggi il benchmark europeo più diretto, avendo espressamente eliminato il differenziale fiscale che in passato penalizzava la SLP nei confronti degli investitori extra-UE. A questi svantaggi si aggiungono la minore flessibilità contrattuale rispetto alla limited partnership inglese e alla SCSp, dovuta alla rigidità propria della S.A.P.A.,

e la mancanza di un ecosistema di servizi specializzati paragonabile a quello di altri Paesi, a partire dal Lussemburgo. Perché la SdP diventi uno strumento competitivo a livello europeo, sarà quindi necessario non soltanto completare il quadro normativo secondario ma anche — e forse soprattutto — garantire un regime fiscale di trasparenza chiaro e allineato agli standard internazionali, e valutare se la limitazione oggettiva al PE/VC debba permanere ovvero se un futuro intervento legislativo possa estenderne la portata.

14.5 Profili critici e questioni aperte

Accanto agli elementi positivi, la riforma presenta alcuni profili critici che meritano di essere evidenziati, in quanto potrebbero richiedere interventi correttivi in sede di normativa secondaria o di revisione legislativa. Un primo profilo critico riguarda la complessità del quadro normativo risultante dalla riforma. Nonostante gli sforzi di semplificazione, il decreto introduce un numero molto elevato di nuove categorie definitorie, di nuovi albi e registri e di nuove figure soggettive. La proliferazione di sottocategorie — Sicav in gestione interna, in gestione interna autorizzata, in gestione esterna; Sicaf in gestione interna, in gestione interna autorizzata, sotto soglia registrata, in gestione esterna; Sgr autorizzata e sotto soglia registrata; società di partenariato nelle sue quattro varianti; e così via — richiede un significativo sforzo di orientamento da parte di chiunque si approcci al sistema. La complessità definitoria rischia di vanificare in parte i benefici della semplificazione procedurale perseguita dalla riforma.

Un secondo profilo critico riguarda la questione della soggettività giuridica del fondo, già ampiamente trattata nella sezione 7. La riforma non affronta esplicitamente questa questione, lasciandola irrisolta nonostante il suo impatto pratico significativo su profili quali l'intestazione dei beni immobili, la legittimazione processuale e il regime tributario.[16] Un terzo profilo critico riguarda il coordinamento con il diritto tributario: la riforma opera esclusivamente sul piano del diritto dei mercati finanziari, lasciando invariato il quadro tributario applicabile agli OICR e ai loro partecipanti. Tuttavia, molte delle in-

16 Sulla questione, di rilevante portata operativa, delle modalità di intestazione dei beni di compendio del patrimonio del fondo - in particolare quelli registrati, a cominciare dagli immobili - e sulla critica all'impostazione che vorrebbe l'intestazione direttamente in capo alla SGR a prescindere dalla menzione del fondo, sia consentito il rinvio alle considerazioni svolte in F. ANNUNZIATA, Il rafforzamento della separazione patrimoniale, in Atti del Convegno Banca d'Italia "La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio", Roma, 30 gennaio 2026 (in corso di pubblicazione). Per una disamina delle diverse opzioni praticabili, cfr. Studio n. 90-2012/I del Consiglio Nazionale del Notariato; nonché A. PAOLINI, Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione, Studio n. 90-2012/I del Consiglio Nazionale del Notariato, in Studi e Materiali, 2013, 137 ss.; A. GALLARATI, La trascrizione degli acquisti immobiliari perfezionati da SGR e Trustee per conto di fondi privi (o meno?) di soggettività giuridica. Soluzioni non univoche, in Riv. dir. banc., 2016, II, 49 ss.; R. COLAIORI, La destinazione intrasoggettiva di beni immobili nel sistema dei fondi comuni d'investimento, in Riv. not., 2014, 11 ss. In giurisprudenza, v. Trib. Mantova, 19 maggio 2016, in www.ilcaso.it, che ha ordinato al Conservatore dei registri immobiliari di rendere definitiva la trascrizione in favore della SGR, con annotazione nel quadro D del nome del fondo comune di investimento, eliminando la riserva apposta a detta formalità.

novazioni introdotte — in particolare la società di partenariato e il regime di separazione patrimoniale dei comparti — hanno implicazioni tributarie rilevanti che andranno definite con precisione per garantire la certezza del diritto. Un quarto profilo critico riguarda l'applicazione delle norme antiriciclaggio ai nuovi soggetti introdotti dalla riforma: la complessità delle nuove strutture, in particolare la società di partenariato con i suoi diversi possibili regimi operativi, potrebbe rendere difficile l'applicazione uniforme della normativa antiriciclaggio, con rischi di lacune o disomogeneità applicative che dovranno essere attentamente monitorate dalle Autorità competenti. Un quinto profilo critico, di natura più sottile ma di crescente rilievo operativo, riguarda la disciplina delle classi di quote (o classi di azioni) all'interno del medesimo OICR: la riforma non interviene espressamente su tale fenomeno, che pure costituisce uno snodo applicativo di particolare delicatezza, in ragione delle implicazioni che esso pone sotto il profilo del principio di parità di trattamento dei partecipanti, dei limiti all'autonomia regolamentare del gestore e della trasparenza informativa nei confronti degli investitori. La materia rimane affidata, in via primaria, agli orientamenti dell'ESMA e alla regolamentazione secondaria delle Autorità di vigilanza, sicché un consolidamento sistematico a livello primario potrebbe utilmente accompagnare la maturazione del nuovo assetto.[17]

14.6 Le prospettive per lo sviluppo del mercato

Guardando alle prospettive di medio-lungo periodo, la riforma crea le premesse per un significativo sviluppo del mercato della gestione collettiva del risparmio in Italia, a condizione che si verifichino alcune condizioni complementari che esulano dal perimetro strettamente normativo. Sul piano normativo, il successo della riforma dipenderà in misura determinante dalla qualità e dalla tempestività della normativa secondaria di attuazione: ogni ritardo nell'adozione della normativa secondaria si traduce in incertezza per gli operatori e in un ritardo nell'effettivo dispiegarsi dei benefici della riforma. Sul piano fiscale, l'efficacia della riforma dipenderà dalla capacità del legislatore tributario di allineare il trattamento fiscale degli strumenti introdotti — in particolare la società di partenariato — agli standard europei e internazionali; un regime fiscale incerto o sfavorevole potrebbe vanificare i benefici della semplificazione normativa.

Sul piano del mercato, la diffusione dei nuovi strumenti dipenderà dalla disponibilità degli investitori istituzionali — fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondazioni bancarie — ad allocare quote crescenti del loro portafoglio agli investimenti alternativi di diritto italiano. La riforma crea le condizioni normative per questa evoluzione, ma il mercato richiede anche un'evoluzione culturale e un rafforzamento delle competenze

17 Sulle problematiche della commercializzazione di OICR e delle classi di quote nei fondi comuni di investimento, anche con riguardo all'Opinion ESMA in materia, v. N. DE LUCA, Share classes in Investment Funds and Fair Treatment of All Investors, in European Business Law Review, 2021, 4; nonché, sotto il profilo comparatistico, J. PURETZ, A Touch of Class: Mutual Fund Share Class Developments, in The Practical Lawyer, 2018, 46 ss.; e, sul piano dell'analisi economica, S. NANDA-K. WANG-L. ZHENG, The ABCs of mutual funds: On the introduction of multiple share classes, in Journal of Financial Intermediation, 2009, 18, 3, 329 ss.

degli investitori istituzionali nel campo degli alternative investments. È significativo, a questo proposito, che la riforma estenda la categoria degli investitori professionali per includere gli enti previdenziali privatizzati di diritto: una scelta che riflette il riconoscimento del ruolo crescente di questi soggetti nel finanziamento dell'economia reale attraverso gli investimenti alternativi. Infine, la riforma si inserisce in un contesto europeo in rapida evoluzione, e la flessibilità del quadro normativo disegnato — che delega ampiamente alla normativa secondaria la regolamentazione di dettaglio — dovrebbe consentire di adeguare rapidamente il sistema alle evoluzioni del quadro europeo senza necessità di interventi legislativi primari.

14.7 Proposte di policy a livello europeo

L'analisi svolta consente di formulare alcune proposte di intervento a livello europeo che potrebbero rafforzare il quadro regolamentare della gestione degli investimenti alternativi e del risparmio retail, consolidando i progressi già compiuti e colmando le lacune più significative che l'esperienza applicativa ha evidenziato. Tali proposte si articolano lungo sei direttrici principali.

La prima direttrice riguarda i FIA di credito e il lending passport. La disciplina introdotta dalla direttiva AIFMD II e recepita dal d.lgs. 39/2026 costituisce un passo significativo verso l'armonizzazione, ma lascia aperte alcune questioni strutturali che richiedono ulteriore intervento. In particolare, il perimetro del lending passport — ossia la possibilità per i gestori di FIA di credito autorizzati in uno Stato membro di operare transfrontalieramente — non è ancora definito con la chiarezza necessaria. Sarebbe opportuno che l'ESMA adottasse supervisory convergence statements o, se necessario, che il legislatore europeo procedesse a una modifica mirata della direttiva AIFMD II, chiarendo le condizioni di operatività transfrontaliera dei loan-originating funds e colmando il vuoto normativo che ancora sussiste con riguardo ai fondi di credito in forma aperta.

La seconda direttrice concerne la risoluzione dei FIA di credito e il problema dei megafunds. Con l'espansione dei fondi di private credit e dei loan-originating funds, il mercato europeo si trova a fare i conti con strutture di dimensioni sempre maggiori la cui eventuale crisi potrebbe avere effetti sistemici. L'assenza di un quadro armonizzato di risoluzione per i FIA — che la direttiva AIFMD II non ha affrontato in modo organico — costituisce una lacuna regolatoria rilevante. Si propone l'introduzione di un framework di risoluzione proporzionato, ispirato ai principi della BRRD ma adattato alle specificità dei fondi di investimento, che preveda strumenti graduali di intervento precoce prima del ricorso alla liquidazione. Parallelamente, l'espansione dimensionale dei fondi di private equity — fenomeno dei cd. megafunds — solleva questioni di governance (conflitti tra posizioni di equity e di debito dello stesso gestore), di trasparenza e di gestione dell'insolvenza che meritano attenzione specifica da parte del legislatore europeo.

La terza direttrice riguarda la revisione della normativa UCITS, la riforma dei fondi monetari (MMF) e la questione dei crypto-assets. Con riguardo alle UCITS, la revisione della Eligible Assets Directive — attesa da anni — dovrebbe perseguire l'obiettivo di un'armo-

nizzazione massima che elimini le divergenze interpretative oggi esistenti tra gli Stati membri in merito alla ammissibilità di determinati strumenti finanziari. Quanto ai fondi monetari (MMF), l'esperienza delle turbolenze sui mercati finanziari ha evidenziato la necessità di una riforma strutturale del regolamento (UE) 2017/1131, che preveda un meccanismo di backstop pubblico o equivalente per i periodi di stress estremo: una lacuna che la vigilanza macroprudenziale ha segnalato ripetutamente e che il legislatore europeo non ha ancora affrontato in modo risolutivo. Sul versante dei crypto-assets, appare opportuno mantenere l'esclusione degli stessi dal perimetro degli attivi UCITS nel breve periodo, ma avviare una riflessione strutturata — con orizzonte di tre anni — sulla possibile inclusione controllata di determinati asset digitali regolamentati nell'ambito delle UCITS.

La quarta direttrice concerne il rafforzamento di MiCA, la distribuzione degli ELTIF e la mobilitazione del risparmio retail. Il regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets, regolamento UE 2023/1114) ha stabilito un quadro regolamentare pionieristico per i crypto-assets, ma presenta lacune significative con riguardo agli e-money tokens (EMT) e agli asset-referenced tokens (ART) di rilevanza sistemica, che dovrebbero essere sottoposti a requisiti di liquidità e a stress test analoghi a quelli previsti per gli MMF. La raccomandazione ESMA/EBA sul Savings and Investments Union (SIA), che individua le barriere strutturali alla distribuzione transfrontaliera dei prodotti di risparmio, dovrebbe essere elevata a strumento vincolante, superando l'approccio meramente orientativo sinora adottato. Con riguardo all'ELTIF, appare opportuno promuovere attivamente il modello distributivo francese — fondato sull'integrazione dell'ELTIF in prodotti di investimento assicurativo — come soluzione per raggiungere il risparmio retail a costi distributivi sostenibili, valorizzando così le potenzialità del passaporto retail dell'ELTIF 2.0.

La quinta direttrice, trasversale alle precedenti, riguarda la governance regolatoria e la financial literacy. Sul piano istituzionale, occorre attribuire all'ESMA poteri effettivi di supervisory convergence — attraverso la possibilità di adottare convergence statements vincolanti sulle materie in cui la prassi applicativa degli Stati membri si discosta in modo significativo — e introdurre valutazioni d'impatto ex ante sistematiche sui provvedimenti di secondo livello (Level 2), che oggi spesso producono oneri regolativi non adeguatamente quantificati. Sul piano della domanda, è necessario riconoscere esplicitamente nella regolazione della distribuzione dei prodotti di investimento che le barriere principali all'accesso del risparmio retail agli investimenti alternativi non sono esclusivamente di natura regolatoria ma anche strutturali e culturali. L'integrazione della financial literacy nei processi di distribuzione — attraverso requisiti specifici di disclosure adattata alle diverse categorie di investitori — dovrebbe diventare un elemento sistematico della disciplina della distribuzione, piuttosto che un'indicazione meramente programmatica.

La sesta direttrice, forse la più ambiziosa sul piano sistematico, concerne la possibilità di procedere a una riforma organica e di lungo periodo del quadro normativo europeo

della gestione collettiva del risparmio, attraverso l'unificazione in un corpus normativo unitario delle due direttive che oggi ne costituiscono il pilastro: la direttiva UCITS (2009/65/CE) e la direttiva AIFMD (2011/61/UE). L'idea di fondo non è nuova nel dibattito accademico e di policy, ma acquista oggi una rinnovata attualità alla luce dell'esperienza applicativa maturata negli ultimi quindici anni e dei limiti strutturali che la coesistenza di due regimi paralleli — pensati in momenti diversi, con logiche parzialmente divergenti e destinati a tipologie di prodotti che nella prassi spesso si sovrappongono — ha progressivamente evidenziato.

Il modello che si propone è quello di un regolamento europeo quadro — preferibilmente un regolamento, non una direttiva, per ragioni di uniformità applicativa e di contrasto al gold-plating nazionale — che unifichi la disciplina delle condizioni per il rilascio dell'autorizzazione ai gestori di organismi di investimento collettivo, a prescindere dalla tipologia dei prodotti gestiti. In questo schema, il provvedimento di Livello 1 si concentrerebbe sui requisiti soggettivi e organizzativi del gestore: capitale minimo, requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti, sistema di governance e controllo interno, politica di gestione dei conflitti di interesse, requisiti del depositario, obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori e delle autorità di vigilanza. La disciplina dei singoli prodotti — UCITS, ELTIF, EuVECA, EuSEF, e potenzialmente altre tipologie future — verrebbe invece regolata in misure specifiche di Livello 1 o di Livello 2, dedicate alle caratteristiche proprie di ciascun veicolo: politica di investimento, requisiti di diversificazione, limiti di leva, condizioni di accesso degli investitori retail o professionali, regime di liquidità. Quella che oggi è la direttiva UCITS — con le sue disposizioni sui fondi armonizzati aperti commercializzabili al retail — diverrebbe, in questa architettura, una delle discipline di prodotto regolate dal provvedimento quadro sulle autorizzazioni del gestore, perdendo il suo status di corpus normativo autonomo a favore di una collocazione sistematica più coerente con il quadro complessivo.

I vantaggi di questo approccio sarebbero molteplici. In primo luogo, si eliminerebbe la frattura sistematica che oggi divide il gestore UCITS dal GEFIA, pur quando il medesimo soggetto gestisce entrambe le tipologie di prodotti: una frammentazione che genera duplicazioni autorizzative, inefficienze operative e — soprattutto — incertezze interpretative nei casi di confine, in cui la qualificazione di un prodotto come OICVM o come FIA dipende da distinzioni spesso sottili e non sempre chiare nella prassi. In secondo luogo, si creerebbe un framework regolatorio più flessibile e capace di adattarsi all'evoluzione dei mercati: la proliferazione di nuovi veicoli europei — ELTIF 2.0, EuVECA, EuSEF, e domani forse fondi di credito con passaporto europeo — è destinata a continuare, e un'architettura modulare in cui si aggiungono discipline di prodotto senza dover riscrivere il regime autorizzativo del gestore è strutturalmente più robusta di un sistema in cui ogni nuovo veicolo richiede una propria direttiva autonoma. In terzo luogo, l'adozione dello strumento del regolamento — direttamente applicabile in tutti gli Stati membri senza necessità di recepimento — eliminerebbe in radice il rischio di gold-plating e le divergenze applicative che oggi caratterizzano l'attuazione delle direttive nei diversi ordinamenti nazionali, riducendo i costi di compliance per gli operatori che operano su

base transfrontaliera.

Un interessante termine di confronto e, al tempo stesso, un possibile modello di ispirazione per il legislatore europeo è offerto proprio dal diritto italiano. Il Testo Unico della Finanza, nella sua articolazione vigente — e ancor più nella versione risultante dalla riforma del 2026 — offre già un esempio di disciplina unitaria della gestione collettiva del risparmio che, pur nel rispetto del quadro europeo, riconduce a regole comuni le due tipologie di gestori (UCITS e FIA), dettando disposizioni uniformi in materia di autorizzazione, governance, requisiti patrimoniali, vigilanza e gestione delle crisi. La categoria del "gestore autorizzato" introdotta dalla riforma — che raggruppa sotto un'unica denominazione la Sgr autorizzata, la Sicav e la Sicaf in gestione interna, la società di partenariato, il gestore di ELTIF, il gestore di FCM e i gestori di fondi EuVECA e EuSEF — è esattamente la traduzione in diritto positivo di questa logica unificante: un'unica categoria di soggetti autorizzati, disciplinata da regole uniformi, che poi si differenziano esclusivamente in relazione ai prodotti gestiti. Il TUF, in questa prospettiva, anticipa a livello nazionale ciò che si propone di realizzare a livello europeo, e potrebbe essere addotto come dimostrazione della feasibility dell'approccio.

È evidente che un'operazione di questa portata presenta difficoltà politiche e tecniche considerevoli. Sul piano politico, la revisione della direttiva UCITS — che è da oltre trent'anni il simbolo del successo del mercato unico dei fondi di investimento — incontra resistenze significative da parte degli Stati membri che ne hanno fatto un pilastro della propria industria di gestione, e che temono che un riassetto dell'architettura normativa possa alterare gli equilibri competitivi consolidati. Sul piano tecnico, l'armonizzazione delle regole sui prodotti richiede scelte delicate in ordine al livello di dettaglio appropriato per il Livello 1 e per il Livello 2, al ruolo delle autorità di vigilanza nazionali e dell'ESMA, e alla gestione del periodo di transizione per i soggetti già autorizzati. Tali difficoltà non costituiscono però obiezioni decisive: esse sono la naturale conseguenza della complessità di qualsiasi riforma sistematica di lungo periodo, e non giustificano il perpetuarsi di un assetto normativo che — come l'esperienza ha dimostrato — genera inefficienze, arbitraggi regolatori e costi di compliance evitabili. La proposta che qui si avanza non ha pretese di immediata realizzabilità, ma vuole segnalare la direzione di marcia verso cui, a giudizio di chi scrive, il legislatore europeo dovrebbe orientarsi nel medio periodo, cogliendo l'occasione della prossima revisione del quadro normativo europeo della gestione collettiva per avviare una riflessione più ambiziosa sull'architettura complessiva del sistema.

14.8 Conclusione: verso un mercato dei capitali più competitivo

In sintesi, la riforma della gestione collettiva del risparmio introdotta dal decreto legislativo del 2026 rappresenta un intervento normativo coraggioso e necessario, che affronta con determinazione alcune delle principali debolezze strutturali del sistema finanziario italiano. L'introduzione della società di partenariato, il regime agevolato per i GEFIA sotto soglia, il rafforzamento della separazione patrimoniale e la razionalizzazione del sistema di vigilanza sono innovazioni che, nel loro insieme, disegnano un qua-

dro normativo significativamente più competitivo rispetto al passato.

Il successo della riforma non è tuttavia garantito a priori: esso dipenderà dalla capacità del sistema nel suo insieme — legislatore, Autorità di vigilanza, operatori di mercato e investitori — di tradurre le innovazioni normative in una realtà di mercato più dinamica e competitiva. La qualità della normativa secondaria, la chiarezza interpretativa delle Autorità, la capacità degli operatori di adottare i nuovi strumenti e la disponibilità degli investitori istituzionali ad allocare capitale verso il mercato italiano saranno tutti fattori determinanti per valutare, nei prossimi anni, se la riforma avrà effettivamente conseguito i suoi obiettivi strategici.

Il percorso verso un mercato dei capitali italiano più efficiente, competitivo e integrato nel sistema finanziario europeo è ancora lungo, ma la riforma del 2026 costituisce un passo significativo nella direzione giusta. Resta ora il compito di completare il disegno normativo con le norme secondarie di attuazione, di accompagnare il mercato nella fase di transizione con chiarezza interpretativa e dialogo costruttivo, e di monitorare nel tempo l'efficacia delle nuove disposizioni per intervenire con i necessari aggiustamenti laddove la realtà del mercato lo richieda.

Il TUF nel contesto europeo, snodo tra risparmio, innovazione, integrazione europea. Spunti introduttivi

Maddalena Rabitti
Consigliera IVASS
Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia, Università degli Studi di Roma Tre

Sommario: 1. La sfida del legislatore. - 2. Il Tuf e l'obiettivo di semplificazione. - 3. Il ruolo del TUF nel processo di integrazione europea. - 4. La semplificazione amministrativa. - 5. Il tassello mancante: i rimedi.

1. La sfida del legislatore

Il TUF nel contesto europeo. Già nella giornata di ieri il riferimento al contesto istituzionale, regolamentare e politico europeo è stato presente nei lavori del Convegno e non potrebbe essere diversamente: il TUF, infatti, non può più essere letto come un testo soltanto nazionale. Esso resta il perno della disciplina italiana dei mercati finanziari, ma la sua funzione effettiva si definisce oggi dentro un ordinamento multilivello nel quale si intrecciano diritto interno, regolamenti direttamente applicabili, direttive da recepire, normazione di secondo e terzo livello e prassi delle autorità di vigilanza.

Anche sul piano istituzionale, il processo riformatore è stato ricondotto alla traiettoria avviata con la *Capital Market Review Italy 2020*[01] dell'OCSE e proseguita con il Libro Ver-

01 OECD, *OECD Capital Market Review of Italy 2020. Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, OECD Capital Market Series, 2020, studio commissionato dal Ministero dell'economia e delle finanze.

de del MEF del 2022[02] sulla competitività dei mercati finanziari italiani[03].

Vi è dunque una genetica e fisiologica relazione tra normativa nazionale ed europea, tra architettura finanziaria domestica e dell'Unione, oggi accompagnata da una spinta di politica legislativa orientata nella stessa direzione che poi è quella di favorire con la leva regolamentare la competitività degli operatori economici europei[04].

Ciò non toglie che questa dimensione così ampia sia una complessità difficile da governare se si cerca di operare letture sistematiche.

A ben vedere infatti, muovendo dall'ipertrofia che caratterizza la legislazione europea in campo finanziario, si osserva in dottrina come a fronte di un perenne cantiere in costruzione, il punto di equilibrio tra legislazione UE e nazionale sia necessariamente "instabile". Inoltre, operano sui due sistemi forze centripete e centrifughe, di accentramento a livello UE, e, anche alla luce dei tempi che viviamo, di ritorno a posizioni sovraniste degli Stati[05].

Tutto ciò con evidente rischio di polarizzazione dei termini della questione anche nel dibattito giuridico, come ormai è d'uso. Si pensi al *golden power*[06].

Detto in altri più semplici termini: se una riforma nazionale deve collocarsi in un contesto sovranazionale, elementi di frizione sono inevitabili e ineludibili. Ciò anche considerando l'aspetto strutturale della prospettiva europea che consiste nella sua *asincronia*, derivante dalle diverse tradizioni degli Stati membri, per cui l'UE ha adottato un approccio "federalista" "a macchia di leopardo" all'interno di un sistema funzionalistico[07], che

02 Ministero dell'economia e delle finanze, *Libro Verde. La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, 2022.

03 Sulla legge n. 21 del 2024 (c.d. legge Capitali), v. il fascicolo monografico *Competitività dei mercati italiani dei capitali: la legge n. 21/2024*, in *Le Società*, 2024, n. 7; nonché Assonime, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, circolare n. 6, 2024.

04 Sul tema della competitività vedi i Rapporti Draghi e Letta, rispettivamente, *Commissione europea, The Future of European Competitiveness – A Competitiveness Strategy for Europe, 9 settembre 2024; Commissione europea, Much More Than a Market – Reinventing the EU Single Market, 18 aprile 2024.*

05 F. Annunziata, *Unione europea e disciplina del mercato finanziario: uno sguardo d'insieme*, in AGE, 2/2025, 508.

06 Sul tema del *golden power*, v. il fascicolo monografico *Golden power: la nuova sovranità economica tra diritto nazionale, Unione europea e scenari globali*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, suppl. 2025, nonché F. Bassan, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti diretti esteri e il golden power italiano*, in *Eurojus*, fascicolo 1, 2026, 168-198.

07 F. Bassan, *Capitali, investimento e risparmio: il contesto europeo*, in *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, a cura di A. Sacco Ginevri, *Atti del Convegno di Studi 10 e 11 aprile 2025*, Milano, 2026, 225.

induce a chiedersi, per escluderlo, se esista una razionalità in questo *collage*[08].

Occorre anche tenere in considerazione i cicli: al decentramento (con rigidità dell'applicazione) tipico delle fasi di crescita, si contrappone l'accentramento (con flessibilità di applicazione) nelle fasi di crisi. I cicli sono interrotti da un po', a causa di una sorta di crisi permanente (banche, pandemie, guerre) e, quindi, la tendenza all'accentramento è diventata strutturale[09].

Di qui una duplice consapevolezza. Per un verso, la complessità del lavoro che ha condotto alla riforma: alla domanda se si potesse fare di più, la risposta è affermativa, ma con l'avvertenza che non si trattava di operazione agevole. Per altro verso, l'orizzonte verso cui quel lavoro tende e che resta, allo stato, poco più di un auspicio: l'approdo a un testo unico europeo, se non a un codice della finanza europeo, quale punto di arrivo fisiologico di una normazione dell'Unione costruita per principi e coerente con l'ambizione di razionalizzazione e semplificazione che la ispira.

2. Il Tuf e l'obiettivo di semplificazione

Da un diverso punto di vista, collocare il TUF entro una dimensione europea per favorire la competitività significa anzitutto riconoscere che il rilievo del diritto dell'Unione non investe solo il contenuto delle singole regole, ma la tecnica stessa della regolazione.

Da questo punto di vista, il report *Less is More*[10] offre una chiave di lettura particolarmente efficace, poiché richiama l'attenzione sull'eccesso di complessità che caratterizza il settore finanziario europeo: proliferazione dei testi, sovrapposizione delle fonti, crescente peso della normazione di secondo e terzo livello. Il nodo, pertanto, non è la deregolazione, ma la qualità della regolazione, vale a dire la sua chiarezza, intelligibilità, proporzionalità e coerenza sistematica.

Ne deriva che il rapporto tra TUF e diritto europeo non può essere ridotto al solo adeguamento del primo al secondo, ma investe più radicalmente il modo in cui le regole di mercato vengono costruite, articolate e distribuite tra fonti diverse.

Se la semplificazione deve essere valutata in termini di qualità della regolazione e non di semplice alleggerimento formale del dato normativo, la riforma del TUF costituisce un banco di prova per verificare fino a che punto tale obiettivo sia stato effettivamente perseguito.

Si è osservato criticamente che il numero di norme non è nel complesso diminuito e si è avvertito il rischio di una "semplificazione di facciata" dove si eliminano norme di

08 M. Ventoruzzo, *Riforma del TUF e prospettive europee,* in *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza,* a cura di A. Sacco Ginevri, *Atti del Convegno di Studi 10 e 11 aprile 2025*, Milano, 2026, 279.

09 F. Bassan, *op. loc. ult. cit.*

10 *Less is More. Proposals to Simplify and Improve European Rule-Making in the Financial Services Sector*, Report by an Expert Group, 2025.

secondo piano (come gli avvisi sui quotidiani) senza ridurre davvero la stratificazione burocratica che appesantisce la quotazione e l'operatività dei gestori.

Né basta, in questa direzione, il pur significativo intervento sugli alleggerimenti per le PMI e sulla disciplina del *downlisting*: il rischio è di mancare l'obiettivo di fondo, che resta quello di accrescere, mediante la leva regolamentare, la competitività degli operatori europei senza per ciò stesso arretrare sul terreno delle tutele.

3. Il ruolo del TUF nel processo di integrazione europea

Il prisma della semplificazione consente anche di comprendere il significato più profondo del *gold plating*. Nel rapporto tra TUF e diritto dell'Unione, esso designa il rischio che il livello nazionale introduca oneri, adempimenti, rigidità o rimedi ulteriori rispetto a quelli richiesti dal quadro europeo, con evidenti criticità in termini di competitività e mancanza di armonizzazione[11].

Il problema, tuttavia, non consiste soltanto nel verificare se una disciplina interna sia più gravosa di altre, ma nel valutare se essa apporti una tutela effettiva oppure se finisca, al contrario, per produrre ulteriore stratificazione, maggiori costi e minore trasparenza del sistema.

In questa prospettiva, il TUF non "subisce" il diritto dell'Unione ma diventa sempre più il "luogo" nazionale di coordinamento di una disciplina che, nella sua logica profonda, è già europea.

La più recente espressione di tale tendenza è rappresentata dalla *Savings and Investments Union*, adottata dalla Commissione il 19 marzo 2025[12], esplicitamente costruita per collegare meglio il risparmio agli investimenti produttivi, ampliare le opportunità finanziarie per cittadini e imprese e rendere più efficiente il sistema finanziario dell'U-

11 Il *gold-plating* può quindi essere definito, in via di prima approssimazione, come un eccesso di regolamentazione da parte del legislatore nazionale in fase di attuazione del diritto dell'Unione. Tale "sovraregolamentazione" sarebbe contraddistinta dall'imposizione di oneri normativi, amministrativi e burocratici ulteriori e più stringenti rispetto a quelli richiesti esplicitamente dall'atto "comunitario". La diretta conseguenza di tale fenomeno è un'applicazione divergente e disomogenea del diritto dell'Unione europea da Stato a Stato; applicazione divergente che può verosimilmente determinare un ostacolo al conseguimento di obiettivi di uniformità ed efficacia legislativa. Il fenomeno può essere inserito (e così generalmente è stato fatto) entro un più generale discorso di *better regulation*. Sul tema cfr. C. Burelli, *Il gold-plating e l'armonizzazione "spontanea", due tecniche legislative a confronto*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2022, 617 ss.

12 Commissione europea, *Savings and Investments Union – A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*, COM(2025) 124 final, 2025.

nione[13]. Il TUF viene in rilievo come uno degli strumenti attraverso cui l'ordinamento italiano si posiziona rispetto a questa trasformazione e con il quale lo stesso quadro normativo europeo deve confrontarsi, eventualmente modificandosi.

Tra i diversi ambiti nei quali questa interazione si manifesta, quello del finanziamento dell'impresa assume un rilievo particolare, poiché costituisce uno degli obiettivi centrali della stessa SIU. Il nodo europeo non è soltanto la disponibilità astratta di capitale, ma la capacità del sistema di convogliare il risparmio verso investimenti produttivi e innovativi europei, oggi poco competitivi rispetto al mercato statunitense.

Sul piano concorrenziale, due logiche hanno ispirato la riforma del TUF: ridurre lo scalino normativo tra Italia e UE e rendere il mercato italiano più attraente per gli investitori, valutando l'impatto concorrenziale di alcuni interventi di riforma.

In questa chiave si spiega l'attenzione, nel dibattito riformatore italiano, al sottosviluppo relativo del *venture capital e del private equity* e alla difficoltà di mobilitare il risparmio verso capitale di rischio. Il dato, spesso richiamato, secondo cui ogni anno una parte molto rilevante del risparmio europeo viene investita fuori dall'Unione, mostra che il problema non è la scarsità assoluta di risorse, ma la struttura dei canali giuridici e istituzionali attraverso cui esse vengono allocate.

È precisamente per questo che l'intervento relativo agli OICR di *venture capital* e *private equity*, si colloca al centro del rapporto tra TUF e dimensione europea.

Nel gennaio 2026 la Commissione ha aperto una consultazione mirata sulla riforma dei *venture e growth capital funds*[14], e ha rilevato che l'ecosistema europeo resta sottosviluppato, che i gestori di minori dimensioni incontrano ostacoli significativi nel raggiungere la scala industriale e che tali ostacoli derivano anche dall'intreccio fra regolazione UE e quadri nazionali dei fondi. Nel marzo 2026 si è aggiunta una consultazione specifica sulle *private equity exits*, segno che il problema europeo riguarda non soltanto l'accesso al capitale, ma l'intero ciclo dell'investimento, compresa la fase di disinvestimento.

A questo si aggiunge un passaggio di particolare rilievo sul piano del dato normativo: con il recepimento, il 27 marzo 2026, della AIFMD II (i.e., la direttiva (UE) 2024/927) è

13 La denominazione stessa della SIU rinvia alla proposta avanzata da E. Letta, *Much more than a market*, cit., di superare l'incompiuta Capital Markets Union in una più ambiziosa Savings and Investments Union, sulla base della constatazione del dirottamento annuo di circa 300 miliardi di euro di risparmio europeo verso mercati extra-UE; si pone altresì in linea con la diagnosi di M. Draghi, *The future of European competitiveness*, cit., che ha individuato nel completamento dell'unione dei mercati dei capitali e nella mobilitazione del risparmio privato il presupposto per coprire il fabbisogno di investimenti dell'Unione, stimato in 750-800 miliardi di euro l'anno.

14 Si tratta della consultazione mirata sulla riforma dei *venture* e *growth capital funds* e della consultazione sulle *private equity exits*, avviata il 2 marzo 2026. Entrambe si iscrivono nella strategia della Savings and Investments Union, in vista di un'iniziativa legislativa sui fondi di *venture* e *growth capital* attesa nel corso del 2026.

stata introdotta una cornice armonizzata in materia di fondi di credito, destinata a riflettersi direttamente sulla disciplina del TUF in tema di gestione collettiva, oltre che sul mercato del credito "bancario" con l'espansione dell'operatività dei fondi di credito nei confronti dei consumatori.

Dentro questo quadro europeo, la riforma del TUF interviene anche sul versante della gestione collettiva con alcune novità puntuali: il regime nazionale di registrazione per i gestori sotto soglia, costruito su regole più snelle; l'introduzione delle società di partenariato, pensate per operare nel venture capital e nel private equity secondo un modello più vicino alle *limited partnerships* diffuse nei mercati internazionali; l'inclusione definitiva delle casse previdenziali private tra gli investitori professionali di diritto.

Sono misure che non esauriscono il problema del finanziamento dell'innovazione, ma mostrano come il TUF tenti di riallineare il quadro interno a esigenze di mercato ormai europee.

Anzi, per taluni profili, lo stesso regime nazionale potrebbe fungere da apripista per il legislatore dell'Unione: si delineerebbe così un circolo virtuoso tra diritto interno e diritto europeo, nel quale la soluzione domestica non si limita a recepire, ma concorre a orientare la disciplina sovranazionale.

Quanto all'inclusione definitiva delle casse previdenziali private tra gli investitori professionali di diritto, il TUF mostra di non limitarsi a disciplinare operatori già esistenti, ma di intervenire sulle condizioni istituzionali attraverso cui il risparmio organizzato può essere convogliato verso investimenti più produttivi e di lungo periodo.

Accanto alla questione dell'accesso ai mercati, vi è poi quella della loro integrazione.

Il *Market Integration and Supervision Package*[15] del 4 dicembre 2025 è importante perché rende esplicito che uno dei problemi principali dei mercati finanziari europei è la persistenza di barriere regolatorie e di vigilanza che ne riducono la scala, l'efficienza e la competitività.

Letto da questa angolazione, il TUF non appare più soltanto come un testo di disciplina dei mercati italiani, ma come una delle sedi in cui si misura il grado di allineamento dell'ordinamento interno a un processo europeo di integrazione non solo normativa, ma anche istituzionale e di supervisione. E che, con le modalità sopra indicate, potrebbe contribuire a uniformare il quadro di regole europee.

15 Commissione europea, *Market Integration and Supervision Package*, 4 dicembre 2025: il pacchetto si compone di tre proposte legislative – una *Master Regulation*, una *Master Directive* e un regolamento in materia di *settlement finality* – e prevede, fra l'altro, il trasferimento all'ESMA di taluni compiti di vigilanza diretta.

4. La semplificazione amministrativa

Un ulteriore profilo, pienamente coerente con il rapporto tra TUF e diritto dell'Unione, oltre alla semplificazione normativa è quello della *semplificazione amministrativa* nella vigilanza del mercato dei capitali.

Qui il punto non è soltanto alleggerire adempimenti, ma ridefinire il modo in cui la vigilanza si organizza in un mercato ormai europeo.

Il *Market Integration and Supervision Package* è esplicito: l'obiettivo è ridurre le barriere regolatorie e di vigilanza che mantengono frammentati i mercati dei capitali dell'Unione, e quindi intervenire non solo sulle regole di mercato, ma anche sui meccanismi amministrativi e supervisori che rendono costosi e lenti gli investimenti e la raccolta *cross-border*.

Da questo punto di vista, il TUF viene in rilievo anche come sede nazionale di raccordo con una tendenza europea alla convergenza delle prassi di vigilanza e, in alcuni ambiti, al rafforzamento del ruolo di ESMA[16]. Già nella consultazione del 2025 sull'integrazione dei mercati dei capitali la Commissione aveva prospettato misure per rafforzare la convergenza di vigilanza e trasferire talune funzioni al livello europeo.

L'armonizzazione procedurale non è meno importante dell'armonizzazione sostanziale.

Non va però sottaciuta neppure, per converso, l'obiezione da taluno avanzata in dottrina che accentrare la vigilanza suscita perplessità se non vi è ancora un'adeguata armonizzazione sul piano normativo. Prima le norme poi l'autorità unica, o viceversa, è un gioco ricorrente[17].

L'intervento sulla semplificazione amministrativa della vigilanza consente dunque di aggiungere un tassello importante al discorso complessivo: il rapporto tra TUF e diritto UE riguarda anche l'assetto amministrativo della supervisione, i procedimenti, i punti di contatto tra autorità nazionali ed europee e, più in generale, il passaggio da una vigilanza prevalentemente nazionale a una vigilanza sempre più integrata sul piano europeo.

Un ulteriore profilo nel quale il rapporto tra TUF, come modificato dal d.lgs. 9 febbraio 2026, n. 28, e diritto dell'Unione emerge con chiarezza è l'ESAP, il *European Single Access Point*. Il regolamento (UE) 2023/2859 lo istituisce come punto di accesso unico europeo alle informazioni pubbliche rilevanti per servizi finanziari, mercati dei capitali

16 Il pacchetto – ancora in fase di trilogo – attribuisce ad ESMA poteri di vigilanza diretta sulle piazze di negoziazione significative, sulle controparti centrali e sui depositari centrali di titoli significativi e sui prestatori di servizi su cripto-attività; nuovi poteri di convergenza nei confronti delle autorità nazionali, tra cui la facoltà di richiedere misure correttive in caso di gravi carenze di vigilanza e di sospendere il diritto di un'entità di prestare servizi transfrontalieri in caso di seria violazione del diritto dell'Unione; e un Executive Board composto da cinque membri indipendenti a tempo pieno, in sostituzione dell'attuale Management Board, con competenza sulle decisioni di vigilanza.

17 Cfr F. Bassan, *Capitali, investimento e risparmio: il contesto europeo,* cit., 229.

e sostenibilità, con la finalità di offrire un accesso centralizzato ai dati su enti e prodotti e di contribuire così all'integrazione dei mercati dell'Unione. Il rilievo sistematico dell'ESAP sta nel fatto che la trasparenza di mercato tende a essere organizzata sempre meno come somma di canali nazionali separati e sempre più come parte di una infrastruttura informativa europea comune.

5. Il tassello mancante: i rimedi

Ma veniamo ora al tema cruciale dell'assenza di armonizzazione in Europa sul piano, sostanziale, dei rimedi. Si è più volte sottolineato come questa assenza, sia nel TUF sia nella SIU, mini la certezza del diritto e non giovi agli investimenti.

Anche qui il rapporto tra TUF e dimensione europea è molto stretto. Proprio in materia di rimedi, il *gold plating* assume una valenza particolarmente delicata.

Il tema non è il semplice arretramento della tutela, ma la ricerca di una disciplina meno ridondante e meglio coordinata con il quadro unionale.

Il punto trova un referente concreto nella discussione sull'opportunità di intervenire sull'art. 23 TUF[18]. Le posizioni divergono: per un verso si è osservato che si tratterebbe, in fondo, di una questione soltanto rinviata; per altro verso si preferisce che la norma non sia toccata dal legislatore interno finché non intervenga una soluzione di livello europeo. La via del rimedio risarcitorio appare preferibile in quanto più omogenea rispetto al resto d'Europa, pur nella consapevolezza che anche tale opzione solleva problemi di coerenza interna tutt'altro che trascurabili.

Più in generale, non si tratta tanto di stabilire in astratto se siano preferibili nullità o risarcimento[19], ma di chiedersi quando il livello nazionale costruisca rimedi speciali ulteriori in modo realmente necessario e quando, invece, essi finiscano per aumentare frammentazione e incertezza senza un corrispondente guadagno in termini di tutela effettiva.

Letto in questo modo, il problema dei rimedi non è separato dal discorso sulla dimensione europea del TUF; ne costituisce, al contrario, una delle espressioni più sensibili,

18 Vedi già, R. Lener, P. Lucantoni, *Commento all'art. 23*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, I, Torino, 2012, 401 e ss. Ora, si veda M. Pellegrini, *regole d'investimento e rimedi nella prospettiva della Burden Reduction*, in *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, a cura di A. Sacco Ginevri, cit., 205 ss.

19 In giurisprudenza, per l'orientamento tradizionale v. Cass. civ., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 2672. In senso opposto, cfr. Cass. civ. Sez. Un. n. 8770 del 12 aprile 2020. In dottrina, *ex multis*, cfr. A. Perrone, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, 1020 e ss.; Id., *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2010, 537 ss. A. Dolmetta, *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, in *Contr.*, 2008, 80 e ss.; A. Tucci, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari tra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 632 e ss.; D. Maffeis, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2008, 404 e ss.

perché mostra come anche la protezione dell'investitore debba essere ripensata dentro un sistema che tende all'integrazione e alla prevedibilità delle conseguenze giuridiche.

Il punto però è come procedere considerando il dialogo con le strutture dogmatiche domestiche.

La Corte di Giustizia dell'UE non ha dato soluzioni dirimenti, lasciando al diritto e alla giurisprudenza nazionale l'individuazione del rimedio più idoneo a garantire la giustizia del caso concreto[20]. Si è così rafforzata la resistenza negli interpreti nazionali nel misurarsi con il *framework* regolatorio europeo.

Vado a concludere. Il TUF, oggi, è il luogo in cui si incontrano o si dovrebbero incontrare tre esigenze simultanee: integrazione europea del mercato dei capitali, semplificazione della regolazione e tutela effettiva dell'investitore.

Il *venture capital* e il *private equity* mostrano il lato della crescita, della scala e dell'attrattività del mercato; le regole di condotta e i rimedi mostrano il lato garantistico, della protezione.

In tutti questi casi, la conclusione resta la stessa: il rapporto tra TUF e dimensione europea non si esaurisce nell'adeguamento del diritto interno al diritto dell'Unione, ma riguarda la ridefinizione del ruolo stesso del TUF, sempre meno autosufficiente e sempre più punto di snodo tra risparmio, innovazione, integrazione europea.

20 Per la giurisprudenza europea, v. Corte di Giustizia UE, C-604/11, Genil 48 SL c. Bankinter SA, 30 maggio 2013.

La concorrenza che la riforma del TUF non vede: interlocking directorates e fondi di investimento alla prova del diritto antitrust

Mariateresa Maggiolino
Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
Università Bocconi

Sommario: 1. Introduzione: la concorrenza tra ordinamenti e quella tra imprese. – 2. Quando la concorrenza siede allo stesso tavolo. – 3. Quando il legislatore separa i concorrenti … e non solo. – 4. Abolire o correggere? Un'occasione mancata. – 5. Fondi di investimento: il capitale che fa crescere e razionalizza. – 6. Fondi e antitrust: non solo sviluppo e efficienza. – 6.1 Eravamo finanziatori e ora siamo anche imprenditori. – 6.2 Mercati sempre più concentrati? – 6.3 Mercati sempre più quieti? – 7. Il diritto antitrust alla prova dei fondi. – 7.1 Partecipazioni che passione! Il difficile confine tra investimento e gestione. – 7.2 Quando la concentrazione sale: vampirizzazioni e centri decisionali invisibili. – 7.3 Quando il fondo coordina: incentivi, informazioni e interlocking. – 8. Conclusioni: le reti di persone nel capitalismo contemporaneo

1. Introduzione: la concorrenza tra ordinamenti e quella tra imprese

Non è consueto che, nel dibattito avente ad oggetto il novellato Testo Unico della Finanza (TUF), l'attenzione si concentri sul diritto antitrust. Non che la parola "concorrenza" non sia stata pronunciata in rapporto alla riforma; ma la specie di competizione cui questa guarda non è quella che si consuma tra gli intermediari finanziari e tra le imprese del comparto industriale da essi finanziate — e, a volte, gestite. No: la competizione che il nuovo d.lgs. considera è quella tra ordinamenti: è cioè una concorrenza finalizzata ad attrarre emittenti, investitori e capitali e che, quindi, si traduce nel perseguimento di obiettivi quali la semplificazione normativa, la riduzione degli oneri a carico delle imprese e l'allineamento agli standard internazionali — tutti obiettivi che, insieme, dovrebbero rendere il mercato dei capitali più remunerativo.

È dunque in questa prospettiva che si collocano, da un lato, la scelta di «eliminare o

razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela», dall'altro, il criterio direttivo che mira a «favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio», la «canalizzazione degli investimenti verso le imprese» e a rendere queste ultime «maggiormente attrattive per gli investitori internazionali»[01].

E saranno, quindi, queste le due direttrici lungo le quali si svilupperanno le riflessioni antitrust qui elaborate. Rispetto al tema dell'eliminazione del *gold plating*, il contributo guarderà alla decisione di abrogare il divieto di *interlocking directorates* — decisione che la stessa legge delega contemplava espressamente anche nella prospettiva della «riduzione e del contenimento degli oneri … in capo agli operatori»[02]. Rispetto alla volontà di rendere il mercato italiano dei capitali più attraente, il lavoro darà invece conto dei timori concorrenziali che l'attività dei fondi di investimento alimenta, giacché la riforma del TUF è stata segnata da un marcato *favor* a vantaggio di questi soggetti. Essa ha infatti introdotto nuovi veicoli dedicati al *private equity* e al *venture capital*, quali le società di partenariato; affiancato al regime autorizzatorio un meccanismo di mera registrazione per i gestori sotto soglia, caratterizzato da regole e controlli meno pervasivi; nonché modificato l'architettura dell'*exit* market[03].

Sorprendentemente l'analisi di questi temi, pur apparentemente disgiunti, farà emergere una medesima criticità di fondo: la progressiva attenuazione dell'indipendenza dei centri decisionali operanti nel mercato dovuta alla diffusione di reti personali e organizzative idonee a ridurre quella distanza strategica che, invece, dovrebbe caratterizzare il confronto competitivo tra imprese.

2. Quando la concorrenza siede allo stesso tavolo

Con l'espressione *interlocking directorates* si fa riferimento al caso in cui la medesima persona fisica sieda contemporaneamente negli organi di amministrazione e controllo di differenti imprese, creando quindi un legame personale tra centri decisionali formalmente distinti.

Si tratta di un fenomeno strutturalmente ambiguo[04].

Per un verso, consente alle imprese di accedere a esperienza, reputazione, qualificate competenze settoriali, nonché a capitale relazionale. In particolare, la presenza di amministratori comuni può favorire la circolazione di conoscenze tecniche e manageriali, migliorare la qualità delle decisioni strategiche, intensificare il controllo sull'operato degli amministratori delegati, e rafforzare le relazioni tra operatori economici, soprat-

01 Relazione illustrativa allo schema di d.lgs. di riforma del TUF, pp. 1–2.

02 Ibidem p. 2, nonché Relazione tecnica allo schema di d.lgs. di riforma del TUF, p. 4.

03 Relazione illustrativa, op. cit., pp. 4–5 e 13–14; e Relazione tecnica, op. cit., pp. 1–2.

04 Y. Nili, *Interlocking Directorates in the United States*, in A. Ezrachi, M.E. Stucke (eds.), *Research Handbook on Competition and Corporate Law*, Edward Elgar, Cheltenham–Northampton, 2024, p. 288.

tutto in contesti complessi e ad alta intensità di capitale, come quelli bancari e assicurativi.

Per altro verso, l'esistenza di legami personali produce degli effetti negativi. In primo luogo, incide sulla dinamica del controllo societario, contribuendo a stabilizzare assetti proprietari e relazioni tra operatori, riducendo la contendibilità delle imprese e indebolendo il ruolo disciplinante del mercato del controllo. Detto più esplicitamente, la presenza di amministratori comuni può favorire la formazione di reti stabili di relazioni personali e professionali che, rendendo i sistemi di *governance* dei vari settori economici meno aperti all'ingresso di nuovi soggetti, modelli organizzativi e approcci gestionali, produce fenomeni di conformismo strategico e culturale[05]. Non è dunque un caso che, a taluni sistemi economici europei, come quelli di Francia e Germania, storicamente caratterizzati da reti particolarmente dense di *interlocking directorates*, si sia riferito il termine di "capitalismo relazionale", proprio per evidenziare la stabilità delle loro élite manageriali e finanziarie[06]. In secondo luogo — e per quanto qui più interessa — quando i legami personali riguardano *imprese tra loro concorrenti*, ossia quando ha senso parlare di veri e propri *horizontal directorates*, la capacità di tali imprese di determinare in modo indipendente le proprie strategie di mercato si riduce, giacché traballa il presupposto fondamentale su cui si fonda il confronto concorrenziale: *la separazione soggettiva dei centri decisionali*.

Più esattamente, la presenza della medesima persona negli organi di amministrazione e controllo di imprese rivali[07] produce tre ordini di conseguenze tra loro strettamente intrecciate. Innanzitutto, dovendo adempiere a doveri fiduciari verso più imprese, l'amministratore comune sarà naturalmente indotto a privilegiare strategie di mercato che, anziché accentuare la rivalità tra le concorrenti, tendano a massimizzare i loro profitti congiunti, evitando che una delle imprese che amministra subisca un pregiudizio. In altri termini, secondo la logica della composizione degli interessi, si assiste ad una distorsione degli incentivi decisionali di quell'amministratore che si traduce in una riduzione *ex ante* della propensione al confronto competitivo. Inoltre, *l'interlocking* facilita la circolazione di informazioni strategiche tra concorrenti, quali politiche di prezzo, strategie commerciali o piani industriali, riducendo l'incertezza che caratterizza l'interazione competitiva e rendendo, quindi, più probabile il coordinamento delle condotte.

05 F. Ghezzi, *Intrecci azionari e concorrenza*, Mercato Concorrenza Regole, (2000), p. 247; OECD, *Antitrust Issues Involving Minority Shareholding and Interlocking Directorates* (2009); e V. Falce, *Interlocking Directorates: An Italian Antitrust Dilemma*, Journal of Competition Law & Economics, (2013), p. 460.

06 Cfr. F. Thépot, *Interlocking Directorates in Europe: An Enforcement Gap?*, in M. Corradi, J. Nowag (eds.), *Intersections between Corporate and Antitrust Law*, Cambridge University Press, 2023, spec. p. 192-193.

07 A titolo di curiosità, si consideri che nel 2019, negli Stati Uniti, il numero di *interlocked directorates* in imprese appartenenti *allo stesso settore* (non allo stesso mercato, però) era circa la metà di tutti gli *interlocked directorates* e circa un quinto di tutti gli amministratori del campione S&P 1500 – cfr. Nili, *op. cit.*, p. 291-293.

Infine, qualora le imprese siano già impegnate in forme, anche tacite, di coordinamento, l'amministratore condiviso può contribuire a rafforzare o stabilizzare tale esito, fungendo da strumento di monitoraggio e di allineamento delle condotte[08].

Va poi aggiunto che questi effetti anticompetitivi risultano particolarmente rilevanti nei mercati già inclini alla collusione, perché caratterizzati da un'elevata concentrazione, da assetti proprietari stabili e duraturi, nonché dalla presenza — come si vedrà nella seconda metà di questo scritto — di partecipazioni parallele e/o incrociate. In tali scenari, *l'interlocking* si inserisce come fattore moltiplicativo di rischi già esistenti, contribuendo a stabilizzare equilibri non competitivi. Non deve dunque stupire che indagini conoscitive e studi empirici relativi ai mercati bancari e assicurativi abbiano mostrato una ridotta intensità concorrenziale, riconducibile *anche* alla diffusione di legami personali persistenti tra le imprese ivi attive [09]. Del resto, tali mercati sono anche fortemente regolati e presentano, di conseguenza, non solo significative barriere all'ingresso, ma anche un elevato grado di trasparenza endogena[10].

Ma vi è di più. Facilitando e incentivando condotte coordinate, i legami personali tra imprese possono incidere anche sulla loro capacità di reagire a *shock* esogeni. In condizioni normali, mutamenti della domanda, innovazioni tecnologiche e/o crisi finanziarie dovrebbero indurre le imprese ad adottare strategie differenziate, nel tentativo di sopravvivere adattandosi al nuovo scenario. Tuttavia, la presenza di *interlocking* può attenuare tale dinamica, riducendo la variabilità delle condotte e favorendo risposte parallele. E questa rigidità sistemica può ritenersi particolarmente rilevante nei settori, come quello bancario e assicurativo, nei quali la più generale stabilità finanziaria dipende anche dalla differenziazione delle strategie degli operatori.

Fu verosimilmente anche questa preoccupazione, legata non solo alla dinamica con-

---

08 F. Ghezzi, C. Picciau, *Il divieto di interlocking nel settore finanziario*, Rivista delle società (2020), p. 1664 e F. Thépot, *The Interaction Between Competition Law and Corporate Governance*, Cambridge (2019).

09 Già F. Ghezzi, *La nuova disciplina dei legami personali in Italia*, Mercato Concorrenza Regole (2012), pp. 200–201 e, assai recentemente, G. Barone, F. Schivardi, E. Sette, *Interlocking Directorates and Competition in Banking*, The Journal of Finance (2025), p. 1967. Per introdurre la loro analisi empirica, gli A. spiegano come gli interlocking directorates possano facilitare la collusione soprattutto nei mercati caratterizzati da opacità informativa, quale quello del credito bancario. Secondo gli Autori, gli amministratori comuni fungono infatti da canale diretto di trasmissione delle informazioni strategiche tra imprese concorrenti, rendendo più agevole il monitoraggio reciproco delle condotte e, quindi, la sostenibilità di equilibri collusivi. Essi osservano altresì che il coordinamento non si realizza necessariamente al livello delle singole operazioni, ma può operare a livello locale attraverso politiche di *pricing*, sistemi di *scoring*, incentivi commerciali e direttive trasmesse dagli organi centrali alle strutture operative periferiche.

10 Cfr. Commissione europea, decisione 12 gennaio 2000, caso M.1712 – Generali/INA, relativa all'acquisizione del controllo di INA da parte di Assicurazioni Generali, nella quale la Commissione ha considerato i legami partecipativi e personali tra imprese come fattore idoneo ad aggravare i rischi anticoncorrenziali, imponendone la rimozione quale misura correttiva. Sul tema si veda Ghezzi, *Intrecci azionari*, p. 246.

correnziale, ma alla stessa resilienza del sistema finanziario nazionale, a spingere il legislatore del 2011, nel pieno della crisi finanziaria ed economica innescata dai mutui *subprime*, a introdurre il divieto di *interlocking* di cui all'art. 36 della legge n. 214 del 2011[11].

Del resto, gli strumenti antitrust tradizionali non risultavano — e non risultano ancora oggi — idonei a prevenire in via generale gli effetti dei legami personali. La creazione degli stessi costituisce infatti una scelta organizzativa dell'impresa che le autorità possono sindacare solo indirettamente: *ex ante*, in sede di controllo delle concentrazioni, ove tali legami emergano nel contesto di un'operazione notificata e operino per aumentare il grado di concentrazione dei mercati; oppure *ex post*, qualora essi abbiano contribuito alla realizzazione o al rafforzamento di un'intesa restrittiva. Ne consegue che, in assenza di un divieto specifico, una parte significativa degli effetti potenzialmente distorsivi degli *interlocking* rimane sottratta a un controllo effettivo.

3. Quando il legislatore separa i concorrenti ... e non solo

L'art. 36 della legge n. 214 del 2011 configurava un divieto generale di cumulo di incarichi nei settori bancario, assicurativo e finanziario[12]. Esso stabiliva infatti che i soggetti titolari di funzioni apicali o di cariche negli organi di amministrazione e controllo di imprese o gruppi operanti in tali settori non potessero assumere o mantenere incarichi analoghi in imprese o gruppi concorrenti. Ad essere precisi, la violazione del divieto non incideva però sulla validità della nomina, ma determinava una situazione di incompatibilità: il soggetto interessato era cioè tenuto a optare, entro un termine prestabilito, per uno degli incarichi, pena la decadenza da entrambe le cariche, dichiarata dagli organi societari competenti o, in caso di inerzia, dalle autorità di vigilanza.

Così il divieto operava automaticamente al ricorrere di presupposti oggettivi, vale a dire la contemporanea titolarità di incarichi in imprese concorrenti, senza lasciare spazio ad alcuna verifica in concreto degli effetti del legame personale. In questo senso — e come si diceva — l'art. 36 aveva rappresentato il passaggio da una logica di intervento fondata sull'accertamento *ex post* di condotte anticoncorrenziali a un modello preventivo, volto a escludere in radice situazioni ritenute, in via generale, idonee a compromettere l'indipendenza dei centri decisionali e, con essa, il corretto funzionamento del

11 Ghezzi, Picciau, *op. cit.*, p. 1660.

12 Cfr. *ex multis* ed in aggiunta alla dottrina già citata, R. Maviglia, *La corporate governance e tutela della concorrenza*, in C. Rabitti Bedogni, P. Barucci (a cura di), *20 anni di antitrust*, I, Torino (2010), p. 560; M. Cera, *Interlocking directorates nelle società bancarie, finanziarie e assicurative: evoluzioni e problemi*, Banca Borsa Titoli di Credito (2010), p. 276; Id., *"Indipendenti", interlocking ed interessi fra modelli societari e realtà*, in P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca (diritto da), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, (2011), p. 611; R. Santagata (a cura di), *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*, Torino (2011); A. Frignani – E. Rossello, *Le assicurazioni e il divieto degli interlocking directorates*, in Diritto fiscale e assicurazioni (2012), p. 250; E. Brodi, *La disciplina del cumulo di incarichi nel mercato finanziario, tra cause di incompatibilità e cause di ineleggibilità*, Banca Borsa Titoli di Credito (2013), p. 331; e S. Brugnoli, *Il divieto di interlocking nel decreto Salva Italia. Analisi normativa e criteri per l'applicazione*, Rivista di diritto societario (2015), p. 428.

confronto concorrenziale[13].

Per questo, l'introduzione del divieto di interlocking è stata capace di produrre un effetto immediato: la recisione pressoché completa dei legami personali tra imprese concorrenti nei settori interessati. Le evidenze empiriche disponibili mostrano infatti che, almeno nel comparto bancario, gli *interlocking directorates*, pur decisamente diffusi prima del 2011, sono stati rapidamente eliminati a seguito dell'entrata in vigore della norma[14]. Sotto questo profilo, dunque, il divieto ha pienamente conseguito il proprio obiettivo intermedio, ossia quello di ristabilire la separazione soggettiva tra i centri decisionali delle principali imprese operanti nei mercati finanziari.

Più complessa si è, invece, rivelata la valutazione dei suoi effetti concorrenziali: la letteratura empirica non offre, infatti, risultati univoci. Alcuni studi suggeriscono che la rimozione degli *interlocking* abbia contribuito a un incremento, seppur contenuto, della pressione competitiva, come indicherebbero, ad esempio, la riduzione dei tassi di interesse e l'aumento del volume dei prestiti nel settore bancario. Altri contributi, invece, sottolineano come la riduzione dei legami personali non si sia necessariamente tradotta in un mutamento significativo delle condizioni concorrenziali, evidenziando la persistenza di altri fattori idonei a sostenere esiti coordinati[15].

Del resto, l'efficacia del divieto nel modificare in profondità le dinamiche concorrenziali non poteva che essere limitata. Come osservato nel paragrafo precedente, i legami personali rappresentano infatti solo uno dei molteplici fattori che possono favorire equilibri collusivi, quali: le partecipazioni parallele e incrociate o le caratteristiche oligopolistiche dei mercati. In questa prospettiva, quindi, il divieto si configurava come una misura necessaria, ma non sufficiente, per il ripristino di condizioni di concorrenza effettiva nei settori bancari, finanziari e assicurativi. Di conseguenza, occorre non essere ingenerosi: l'art. 36 era chiamato ad intervenire su una specifica dimensione della non-indipendenza tra imprese, senza per questo poter incidere sulle ulteriori forme di interdipendenza proprietaria ed economica che caratterizzano i mercati bancari, assicurativi e finanziari.

In aggiunta a queste considerazioni in merito agli effetti dell'art. 36, vanno poi menzionate le critiche che la disposizione non aveva mancato di sollecitare.

Una deve essere ricordata immediatamente: secondo alcuni, la rimozione degli *inter-*

13 Ghezzi, Picciau, *op.cit.*, p. 1668.

14 *Ibid.*, p. 1660-1662.

15 Per evidenze a favore di un incremento della pressione competitiva a seguito della rimozione degli interlocking nel settore bancario, v. G. Barone, F. Schivardi, E. Sette, *op. cit.*, i quali registrano una riduzione significativa e una maggiore dispersione dei tassi di interesse praticati dalle banche precedentemente interlocked rispetto alle altre banche. In senso più cauto, circa l'effettiva incidenza del divieto sulle dinamiche concorrenziali e la persistenza di legami personali nel sistema finanziario, v. R. Creatini, O. Main, *Interlocking directorates: un problema risolto?*, Mercato concorrenza regole (2015), p. 539.

locking avrebbe inciso negativamente sulla qualità della *governance* delle imprese bancarie, assicurative e finanziarie, limitandone la possibilità di avvalersi di professionalità particolarmente qualificate proprio perché formatesi grazie al cumulo di incarichi nel settore. Tale timore, tuttavia, oltre ad apparire difficilmente verificabile sul piano empirico[16], induce a credere che il Paese non offra competenze sufficienti a ricoprire i suddetti incarichi — ipotesi che francamente suona abbastanza sconfortante in un contesto in cui, per giunta, il numero di banche indipendenti operanti in Italia si è progressivamente ridotto, facendo così diminuire la domanda di competenze.

Le altre criticità sollevate con riguardo all'art. 36 possono essere ricondotte a un pro-

16 Ad onor del vero, un recente studio empirico relativo agli Stati Uniti ha sostenuto che la rinnovata applicazione della Section 8 del Clayton Act che vieta, con alcune cautele, l'esistenza di legami personali tra imprese concorrenti (cfr. *infra*) avrebbe prodotto effetti negativi sulla *corporate governance* delle imprese interessate. Secondo gli A., infatti, l'intensificazione dell'*enforcement* antitrust registratasi soprattutto a partire dal 2021–2022 avrebbe determinato una significativa riduzione della presenza nei *board* di amministratori dotati di elevata esperienza settoriale, con conseguente impoverimento delle funzioni di *advising* (soprattutto in tema di investimenti in R&D) e *monitoring* (soprattutto del comportamento del CEO) svolte dagli organi amministrativi e, più in generale, delle competenze disponibili alle imprese. E ciò — gli A. aggiungono — senza che essi riuscissero a riscontrare robuste evidenze empiriche di coordinamento collusivo tra le imprese affette da legami personali. Cfr. V. D.C. Donelson, C.M. Hutzler, A. Rhodes, *Does antitrust enforcement against interlocking directorates impair corporate governance?*, Journal of Accounting and Economics (2025), p. 1. Tuttavia, qui si ritiene che le conclusioni dello studio meritino alcune precisazioni critiche. In primo luogo, nel lavoro l'individuazione delle imprese "concorrenti" **è avvenuta** attraverso codici settoriali NAICS. Tuttavia, il rischio anticoncorrenziale derivante dai legami personali non dipende dalla mera appartenenza delle imprese al medesimo settore, bensì dall'esistenza di una concreta relazione competitiva tra le stesse. Di conseguenza, se il campione include anche imprese che, pur appartenendo al medesimo settore, non risultano effettivamente concorrenti, è meno sorprendente che gli A. non trovino robuste evidenze di coordinamento collusivo. In secondo luogo, gli A. adottano una nozione assai ampia di *interlocking*, includendovi non solo gli *interlocking* diretti, nei quali la medesima persona siede contemporaneamente nei *board* di due o più imprese, ma anche gli *interlocking* indiretti, ossia situazioni nelle quali amministratori formalmente distinti risultano collegati dal medesimo *private equity fund* (cfr. *infra*). In tal modo, il fenomeno degli *interlocking* viene però, per lo meno in parte, sovrapposto al distinto problema della *common ownership* e della rappresentanza comune dell'investitore. E rispetto a tale estensione è plausibile che un divieto *ex ante* finisca per colpire anche situazioni prive di un effettivo rischio anticoncorrenziale e quindi limiti inutilmente l'accesso alle competenze. Infine, il lavoro mostra essenzialmente una correlazione tra riduzione degli *interlocking* e perdita di esperienza settoriale nei *board*, ma non dimostra in modo causale che tale perdita abbia effettivamente comportato un peggioramento complessivo della *governance*. Complessivamente, dunque, il contributo sembra confermare, più che la necessità dell'abrogazione del divieto, l'esigenza di delimitarne con maggiore precisione l'ambito applicativo. Per questi rilievi, il lavoro di Barone, Schivardi e Sette, *op. cit.*, sembra più solido. Gli A. infatti costruiscono la nozione di concorrenza in modo assai più aderente alla logica antitrust, individuando i mercati rilevanti su base geografica locale e considerando come rilevanti soltanto gli *interlocking* tra banche effettivamente concorrenti nei medesimi mercati provinciali del credito. Inoltre, il lavoro italiano sfrutta una modifica normativa improvvisa ed esogena quale *quasi-natural experiment* e utilizza relazioni multiple impresa-banca per controllare rigorosamente l'eterogeneità osservabile e non osservabile, riuscendo così a fornire evidenze causali particolarmente robuste sugli effetti anticoncorrenziali degli *interlocking*.

blema unitario di eccessiva generalità della norma[17]. Una prima difficoltà riguardava la definizione dell'ambito concorrenziale entro cui il divieto operava. Il testo faceva riferimento a imprese "concorrenti", senza chiarire se tale valutazione dovesse essere condotta con riferimento alle singole imprese direttamente interessate dal legame o al livello del gruppo di appartenenza. Questa ambiguità ha aperto la strada a interpretazioni estensive, nelle quali la concorrenza veniva accertata a livello di gruppo, con conseguente applicazione del divieto anche a legami tra società che, considerate isolatamente, non risultano operare nel medesimo mercato rilevante.

Un secondo profilo problematico emergeva dall'ampiezza dei soggetti coinvolti. Il divieto si applicava non solo agli amministratori, ma anche ai componenti degli organi di controllo e ai soggetti che ricoprivano funzioni apicali, senza distinguere tra ruoli effettivamente idonei a incidere sulle strategie competitive e posizioni meramente formali o prive di potere decisionale. Ne era derivata un'applicazione indifferenziata, che prescindeva dall'effettiva capacità del soggetto legato di influenzare il comportamento dell'impresa[18].

A ciò si deve aggiungere un ulteriore elemento critico: l'ambito settoriale del divieto era stato definito in modo eccessivamente ampio, estendendosi indistintamente a tutte le imprese operanti nei mercati bancario, assicurativo e finanziario. Tuttavia, le evidenze empiriche disponibili avevano segnalato la diffusione e la rilevanza concorrenziale del fenomeno dei legami personali soprattutto nei comparti bancario e assicurativo, mentre risultavano assai più limitate nei confronti di altre imprese finanziarie. L'estensione generalizzata del divieto anche a questi ultimi soggetti era dunque apparsa poco selettiva e ha effettivamente colpito situazioni nelle quali il rischio anticoncorrenziale era, in concreto, assai poco significativo.

Infine, ulteriori criticità derivano dalla mancanza di criteri di rilevanza economica. Nella sua formulazione originaria, l'art. 36 non prevedeva alcuna soglia dimensionale, applicandosi indistintamente a tutte le imprese operanti nei settori interessati, anche quando il legame personale difficilmente avrebbe potuto produrre effetti anticoncorrenziali apprezzabili.

Complessivamente, quindi, la disposizione configurava un divieto generale e automatico, privo di meccanismi di esenzione o di valutazione caso per caso. Tale impostazione, se da un lato pareva garantire certezza e semplicità applicativa, dall'altro lato imponeva importanti costi di regolazione e *compliance*, malgrado i ripetuti interventi chiarifica-

17 Ghezzi, Picciau, *op. cit.*, pp. 1668–1669.

18 Falce, *op. cit.*, p. 462.

tori delle autorità di vigilanza[19].

4. Abolire o correggere? Un'occasione mancata

E così, in nome della logica del *gold plating* e delle difficoltà appena descritte, il divieto di *interlocking* è stato abrogato. Tuttavia, anche quanto osservato nel precedente paragrafo induce a ritenere che il legislatore della riforma avrebbe potuto percorrere una strada diversa, meno radicale e più coerente con la natura del fenomeno. Più che una soppressione integrale del divieto, sarebbe stata infatti preferibile una riformulazione della disciplina, capace di conservarne la funzione preventiva, ma al tempo stesso di modularne l'applicazione.

In questa prospettiva, un primo correttivo avrebbe potuto riguardare l'ambito soggettivo del divieto, limitandolo ai settori nei quali le evidenze empiriche avevano effettivamente dimostrato la diffusione e la pericolosità degli *interlocking*, ossia i comparti bancario e assicurativo. A ciò si sarebbe potuta affiancare l'introduzione di soglie dimensionali, tali da escludere le imprese di minore rilevanza economica e concentrare il divieto su quelle effettivamente in grado di incidere sulla dinamica concorrenziale dei mercati. Un ulteriore elemento di flessibilità avrebbe potuto essere rappresentato dalla possibilità di prevedere meccanismi di esenzione individuale, su richiesta delle imprese interessate, fondati su una valutazione caso per caso degli effetti del legame personale. Una simile soluzione avrebbe consentito di ancorare l'analisi ai mercati rilevanti e alle concrete condizioni competitive, evitando l'automatismo di un divieto generalizzato e, al contempo, riducendo il rischio di colpire situazioni neutrali o efficienti sotto il profilo competitivo.

Del resto, un modello di questo tipo non sarebbe stato affatto isolato nel panorama comparato. Negli Stati Uniti — frequentemente assunti quale punto di riferimento in ragione della profondità, contendibilità ed efficienza dei mercati finanziari — esistono due discipline, generale e speciale, in materia di *interlocking directorates*[20].

19 Banca d'Italia, Consob, IVASS, *Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. "Salva Italia" (c.d. "divieto di interlocking")*, 2012; Banca d'Italia, Consob, IVASS, *Aggiornamento dei Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. "Salva Italia" (c.d. "divieto di interlocking")*, 2018; D.M. 23 novembre 2020, n. 169, recante «Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti», in G.U. 15 dicembre 2020, n. 310; nonché Banca d'Italia – Consob – IVASS, *Secondo aggiornamento dei Criteri per l'applicazione dell'art. 36 del d.l. "Salva Italia" (c.d. "divieto di interlocking")*, 2023.

20 Si consideri, a titolo di esempio, che il divieto di interlocking directorates vige anche in Giappone in una versione, per giunta, meritoriamente flessibile. Cfr. Act on Prohibition of Private Monopolization and Maintenance of Fair Trade (Act No. 54 of April 14, 1947), il cui art. 13 recita « An officer or an employee (meaning, in this Article, a person other than an officer engaged in the business of a company on a regular basis) of a company may not hold a position as an officer of another company at the same time, if the person's doing so substantially restrains competition in any particular field of trade», disponibile all'indirizzo https://www.jftc.go.jp/en/legislation_gls/AMA.pdf.

La prima è contenuta nella *Section* 8 del *Clayton Act* e risponde a una logica eminentemente preventiva[21]. Introdotta nel 1914 nel contesto del movimento progressista americano, essa si colloca in una fase storica caratterizzata dalla crescente preoccupazione per la concentrazione del potere economico e finanziario, alimentata soprattutto dal dibattito sul c.d. "*money trust*" e sulle reti di controllo personali tra grandi banche e corporations industriali. Sebbene il testo finale della *Section* 8 abbia poi adottato una disciplina più limitata e selettiva, escludendo proprio le banche dal suo ambito di applicazione, la *ratio* della disposizione non era circoscritta al solo rischio collusivo, ma rifletteva anche il timore che legami personali stabili tra grandi operatori economici potessero attenuare l'autonomia decisionale delle imprese e consolidare strutture di potere economico concentrate. In questa prospettiva, la *Section* 8 mira a rimuovere *ex ante* tali strutture onde eliminare sul nascere ("*nip in the bud*") le potenziali violazioni antitrust[22].

Tuttavia, la *Section* 8 non configura un divieto generalizzato di cumulo di incarichi all'interno del medesimo settore economico. Il presupposto centrale della sua applicazione rimane infatti la relazione competitiva tra le imprese coinvolte. Nella prassi statunitense, inoltre, la nozione di *competitor* viene interpretata in modo funzionale e sostanziale, attraverso una valutazione che tiene conto non solo della classificazione industriale delle imprese, ma anche della sostituibilità dei prodotti, della sovrapposizione geografica dei mercati, della contendibilità della domanda e delle caratteristiche dell'offerta. A ciò si aggiunge che la *Section* 8 contiene una serie di limiti ed eccezioni che ne attenuano la rigidità applicativa. La disposizione opera infatti soltanto oltre determinate soglie dimensionali e prevede ipotesi di esenzione de *minimis* legate al volume delle vendite competitive delle imprese coinvolte.

In una battuta, dunque, il modello statunitense non vieta indiscriminatamente gli *interlocking*, ma tenta di concentrare il divieto sui casi nei quali il legame personale appare maggiormente idoneo a incidere sul confronto concorrenziale[23]. Ecco perché la *Section*

21 15 U.S.C. § 19.

22 Sul contesto storico nel quale la *Section* 8 venne elaborata si vedano, tra i molti, D.H. Blythe, *The Need for Antitrust Legislation Tailored to the Specific Concerns of Bank-Nonbank Director Interlocks*, 1982 Duke L.J. (1982), p. 938, ove si ricostruisce il legame tra la disciplina degli *interlocking directorates*, il dibattito progressista sul c.d. "money trust" e le indagini del *Pujo Committee* e dello *Stanley Committee* sulle reti di controllo personali tra grandi banche e corporations industriali. Sul carattere selettivo e non generalizzato della soluzione infine adottata dal Congresso si veda invece la sentenza *BankAmerica Corp. v. United States*, 462 U.S. (1983) 122, 133-134, dove la Corte Suprema sottolinea come il legislatore abbia scelto un «pattern of specific and limited regulation», anziché un divieto generale di *interlocks* tra potenziali concorrenti.

23 Y. Nili, *Interlocking Directorates in the United States*, in A. Ezrachi, M.E. Stucke (eds.), *Research Handbook on Competition and Corporate Law*, Edward Elgar, Cheltenham–Northampton (2024), spec. pp. 293–295 e 307–309; Id., *Horizontal Directors*, 114 Northwestern University Law Review (2020), p. 1179; E.N. Fischer, *Serving More than One Master*, 41 J. Corp. L. (2015), p. 313; e Statement of Chair Lina M. Khan, *In the Matter of EQT Corporation*, FTC, 16 agosto 2023; *Section 8 of the Clayton Act and private equity: Takeaways from recent enforcement*, 13 ottobre 2025.

8 appare strutturalmente più coerente con la logica del diritto antitrust rispetto all'art. 36 della legge n. 214 del 2011.

Accanto a questa disciplina generale, l'ordinamento statunitense prevede poi una regolazione speciale dedicata al settore bancario, contenuta nel *Depository Institution Management Interlocks Act* (DIMIA)[24]. Tale normativa, introdotta nel 1978 proprio per disciplinare in modo specifico gli *interlocking* tra istituzioni creditizie e altri intermediari soggetti alla disciplina bancaria federale, non si limita a riprodurre la logica antitrust della Section 8, ma incorpora anche esigenze proprie della regolazione bancaria, legate alla stabilità del sistema, alla governance degli intermediari e alla sana e prudente gestione.

Più esattamente, il DIMIA vieta il c.d. *dual service*, ossia la presenza di soggetti comuni negli organi di gestione o tra i *management officials*, solo tra istituzioni bancarie che superano determinate soglie dimensionali o che operano nella medesima area geografica, prevedendo al contempo una serie di esenzioni automatiche e la possibilità per le autorità di vigilanza di autorizzare, caso per caso, specifiche situazioni di interlocking qualora non comportino effetti anticoncorrenziali significativi o rischi per la sana e prudente gestione. La disciplina attribuisce inoltre un ruolo centrale alle autorità federali di vigilanza — Federal Reserve, FDIC, OCC e, storicamente, OTS — le quali dispongono di ampi poteri regolatori e di intervento, esercitati anche al fine di evitare effetti sproporzionati sulla governance degli intermediari o «*disruptive management losses*»[25].

Ne emerge così un modello assai più flessibile e amministrato rispetto a quello delineato dall'art. 36 della legge n. 214 del 2011: non un'alternativa tra divieto assoluto e assenza di disciplina, ma un sistema graduato di incompatibilità, calibrato sulla struttura dei mercati, sulla dimensione degli operatori e sulla concreta rilevanza concorrenziale del legame personale.

Certo, è vero che nel diritto dell'Unione Europea non si rintraccia una disposizione equivalente alla *Section* 8, neanche con riguardo ai mercati bancari, finanziari e assicurativi. Tuttavia, proprio questa assenza ha suscitato crescenti critiche in dottrina. Una parte significativa della letteratura ha infatti evidenziato come il diritto antitrust euro-unitario sia strutturalmente privo di uno strumento capace di affrontare gli *interlocking directorates* come problema autonomo di organizzazione del mercato e di indipendenza dei centri decisionali. Il punto, infatti, non è che il diritto dell'Unione ignori del tutto i possibili effetti anticoncorrenziali dei legami personali tra concorrenti. Il problema è che tali effetti possono essere intercettati solo indirettamente e in via eventuale attraverso categorie — quali intese, pratiche concordate, abuso di posizione dominante

24 12 U.S.C. §§ 3201–3208.

25 In argomento, A.H. Travers Jr., *Financial Institution Interlocks after the Bankamerica Case*, 53 Antitrust L.J. (1984–1985), p. 1067; B.P. Golden, *Management Official Interlocks*, 101 Banking L.J. (1984), p. 155; A. Baccini, L. Marroni, *Regulation of Interlocking Directorates in the Financial Sector: A Comparative Case Study*, 41 Eur. J. Law Econ. (2016), p. 431.

o concentrazioni — concepite per reprimere specifiche condotte anticoncorrenziali e non per impedire *ex ante* la creazione di strutture organizzative suscettibili di attenuare l'autonomia competitiva delle imprese. Proprio per questo, autorevole dottrina ha parlato di un vero e proprio enforcement gap europeo in materia di interlocking directorates[26].

Pertanto, esistono gli estremi per affermare che l'abrogazione dell'art. 36 sia stata sì frutto della concorrenza tra ordinamenti, ma di una concorrenza al ribasso — la proverbiale *race to the bottom*[27] — che, in questo caso, è avvenuta a spese della concorrenza tra imprese. È corretto e giusto riconoscere che, rispetto al modello statunitense, la disciplina italiana del 2011 si caratterizzava (colpevolmente) per una maggiore e inutile rigidità. Tuttavia, la sua abrogazione rischia di lasciare un vuoto regolatorio importante soprattutto nei settori bancario e assicurativo: lo stesso vuoto che (ugualmente colpevolmente) contraddistingue il diritto antitrust dell'UE.

Meglio avrebbe dunque fatto il legislatore della riforma a riformulare il testo dell'art. 36 così da incrementarne la flessibilità[28]. E ciò con buona pace delle norme di vigilanza che, sebbene limitino il numero di incarichi cumulabili, trascurano un dato essenziale: se le imprese interessate competono nel medesimo mercato rilevante, tale limite è eccessivamente permissivo; se invece non sono concorrenti, esso finisce per risultare sostanzialmente privo di utilità[29].

26 Cfr. F. Thépot, *Interlocking Directorates*, spec. pp. 190–200; E. Ezrachi, D. Gilo, *EC Competition Law and the Regulation of Passive Investments Among Competitors*, Oxford Journal of Legal Studies (2006), pp. 327; V. Petersen, *Interlocking Directorates in the European Union: An Argument for Their Restriction*, European Business Law Review (2016), p. 823; T.S. Gabrielsen, E. Hjelmeng, L. Sørgard, *Rethinking Minority Share Ownership and Interlocking Directorships: The Scope for Competition Law Intervention*, European Law Review (2011), p. 837; e A. Baccini, L. Marroni, *Regulation of Interlocking Directorates in the Financial Sector: A Comparative Case Study*, *European Journal of Law and Economics* (2016), p. 432.

27 William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 Yale Law Journal (1974), p. 663.

28 Si pensi che anche la dottrina statunitense che più attentamente si è interrogata criticamente sui limiti della *Section* 8 e sulla crescente diffusione degli *horizontal directors* rifiuta, sul piano metodologico, soluzioni drastiche o indiscriminate. In particolare, vi è chi propone una sua rimodulazione selettiva della disposizione al fine: (i) di concentrare l'applicazione rigorosa della *Section* 8 nei mercati maggiormente concentrati, eventualmente utilizzando soglie HHI; (ii) di introdurre meccanismi di *ex ante waiver* o *no-action relief*, analoghi a quelli impiegati dalla SEC, che consentano alle imprese di ottenere una valutazione preventiva della liceità *dell'interlock*; (iii) di rafforzare gli obblighi di disclosure relativi agli incarichi ricoperti dagli amministratori; nonché (iv) di valorizzare gli strumenti del diritto societario e dei doveri fiduciari per contenere i rischi derivanti dalla presenza di amministratori comuni — cfr. Nili, *Interlocking Directorates*, pp. 307–309.

29 Cfr. Art. 17, comma 1, D.M. MEF 23 novembre 2020, n. 169.

5. Fondi di investimento: il capitale che fa crescere e razionalizza

Come mostrano l'esperienza statunitense e quella di alcuni paesi europei, quali Germania, Olanda e Francia, i fondi di investimento — nelle loro diverse articolazioni, dagli investitori istituzionali ai fondi di *private equity* e *venture capital* — possono assumere un ruolo centrale nelle dinamiche dei mercati dei capitali e, più in generale, nel finanziamento dell'economia reale.

In primo luogo, essi costituiscono uno dei principali canali attraverso cui il risparmio viene convogliato verso le imprese, contribuendo ad accrescere il capitale di rischio (e non solo di credito) che queste hanno a disposizione per investire in innovazione e nuove iniziative imprenditoriali, favorendo al contempo la dinamica concorrenziale[30].

In secondo luogo — e soprattutto con riguardo alle società quotate — gli investitori istituzionali sono generalmente ritenuti in grado di esercitare un ruolo attivo nella governance delle società partecipate, anche in presenza di partecipazioni non di controllo. A differenza degli azionisti diffusi, essi dispongono infatti delle competenze, delle risorse e degli incentivi necessari per monitorare l'operato del management, contribuendo dunque a ridurre i costi di agenzia e a migliorare la qualità delle decisioni strategiche. Tale funzione si esplica non soltanto attraverso l'esercizio dei diritti di voto, ma anche mediante forme più articolate di *engagement*, che si traducono nella capacità di incidere, direttamente o indirettamente, sulle scelte organizzative e gestionali delle imprese[31].

Un ulteriore profilo di efficienza riguarda il contributo offerto dai fondi — e in particolare dai fondi di *private equity* e di *venture capital* — alle imprese, soprattutto non quotate. La possibilità per tali fondi di procedere ad operazioni di acquisizione accresce infatti la contendibilità del controllo societario, rafforzando il ruolo disciplinante del mercato nei confronti del management e incentivando, dunque, un miglioramento delle performance di questi ultimi. Inoltre, quando tali operazioni riguardano imprese inefficienti o in difficoltà, esse possono favorire la riallocazione delle risorse verso impieghi più

30 F. Allen, D. Gale, *Comparing Financial Systems*, MIT Press (2000); R. Levine, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in *Handbook of Economic Growth* (2005), p. 865; J. Tirole, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press (2006); S. Kortum, J. Lerner, *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation*, RAND Journal of Economics (2000), p. 674; e J. Lerner, R. Nanda, *Venture Capital's Role in Financing Innovation*, Journal of Economic Perspectives (2020) p. 237.

31 B. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, UCLA Law Review (1992), p. 811; M. Becht, P. Bolton, A. Röell, *Corporate Governance and Control*, ECGI Finance Working Paper No. 2/2002; e OECD, *Institutional Investors and Ownership Engagement* (2014).

produttivi[32]. Infine, analogamente alle altre operazioni di concentrazione, anche le acquisizioni realizzate dai fondi possono consentire il conseguimento di economie di scala, l'integrazione di attività complementari e una più efficiente organizzazione della produzione.

Non si può dunque negare che l'attività dei fondi di investimento possa rappresentare, almeno in linea di principio, un fattore pro-competitivo, perché foriero di sviluppo economico ed efficienza.

Tuttavia, nel contesto italiano tali dinamiche risultano ancora poco sviluppate. Nonostante l'ampia disponibilità di risparmio, una quota limitata di esso viene canalizzata verso il capitale di rischio, anche a causa della tradizionale prevalenza del finanziamento bancario e — per quanto qui più interessa — anche in ragione del ridotto ruolo dei fondi di investimento. In particolare, il settore del *venture capital* e del *private equity* appare ancora immaturo rispetto a quello dei principali paesi europei sia per numero, sia per dimensione degli operatori[33].

Il *favor* che la riforma del TUF manifesta nei confronti dell'attività dei fondi di investimento risponde dunque alla condivisibile logica di accrescere la loro attività nel Paese, così che sviluppo economico ed efficienza si producano anche nel mercato nazionale.

Nondimeno, proprio l'insieme dei meccanismi attraverso cui i descritti vantaggi si realizzano è stato negli ultimi anni oggetto di un crescente scrutinio da parte della dottrina e delle autorità antitrust statunitensi[34]. In tale contesto, è emerso come gli stessi strumenti che consentono ai fondi di sostenere e promuovere l'economia reale possano, in determinate condizioni, incidere negativamente sulla dinamica concorrenziale. È dunque a questi timori antitrust che occorre ora volgere lo sguardo, al fine non solo di descriverli, ma anche di comprendere se e in quale misura essi possano essere prevenuti e gestiti anche nel contesto europeo e nazionale.

---

32 H.G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, Journal of Political Economy (1965), p. 110; S.N. Kaplan, P. Strömberg, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, Journal of Economic Perspectives (2009), p. 121; K.E. Wruck, *Private Equity, Corporate Governance, and the Reinvention of the Market for Corporate Control*, Journal of Applied Corporate Finance (2008), p. 8; M.C. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review (1989), p. 61; R.S. Harris, T. Jenkinson, S.N. Kaplan, *Private Equity Performance: What Do We Know?*, Journal of Finance (2014), p. 1851.

33 P. Angelini, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, intervento al convegno "La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio", Roma, 30 gennaio 2026; e R. Gallo, F.M. Signoretti, I. Supino, E. Sette, P. Cantatore, M.L. Fabbri, *The Italian venture capital market*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 919 (2025).

34 Si badi, tuttavia, che il diritto antitrust può anche sostenere gli effetti procompetitivi che derivano dall'ingresso dei fondi nei mercati. In questa prospettiva vi è chi, ad esempio, mostra come un rafforzamento *dell'enforcement* antitrust possa favorire gli investimenti in venture capital, aumentare le probabilità di successo delle imprese innovative e incentivare la loro attività di ricerca e sviluppo, soprattutto nei mercati più concentrati, nei quali il rischio di comportamenti escludenti da parte degli incumbent è più elevato. Cfr. W. Zhang, *The Effect of Antitrust Enforcement on Venture Capital Investments*, working paper, University of Rochester (2024), arXiv:2312.13564v2.

6. Fondi e antitrust: non solo sviluppo e efficienza

Gli appena menzionati timori concorrenziali non sono alimentati da un'unica categoria di condotte, ma possono ricondursi a due diverse direttrici di rischio. *Per un verso*, si configura l'eventualità che l'operatività dei fondi contribuisca a fenomeni di concentrazione nei mercati in cui operano le imprese partecipate. *Per altro verso*, esiste la possibilità che i fondi non solo attenuino la rivalità tra loro, ma anche riducano gli incentivi al confronto concorrenziale tra le imprese partecipate, facilitando forme, anche tacite, di collusione o, più in generale, determinando assetti di mercato caratterizzati da una minore intensità competitiva — c.d. *quiet life*[35]. Come si vedrà, si tratta di fenomeni tra loro ben distinti, ma che restano ancora di difficile comprensione perché, negli anni, il ruolo dei fondi di investimento è mutato[36].

6.1 Eravamo finanziatori ma ora siamo anche imprenditori

Anche il breve riassunto dei benefici connessi all'attività dei fondi di cui al precedente paragrafo 5 svela un fatto: tradizionalmente, i fondi di investimento si sono presentati al mondo come meri finanziatori, proprio perché soggetti semplicemente intenzionati a raccogliere risparmio e a convogliarlo verso le imprese, senza tuttavia incidere sulle loro scelte strategiche. In tale prospettiva, le partecipazioni così detenute dai fondi venivano giustamente qualificate come *passive*, in quanto prive — anche per volontà degli stessi fondi — della capacità di influenzarne la gestione.

Ma questa descrizione non appare sempre aderente alla realtà dei mercati finanziari contemporanei. Come emerge con particolare evidenza nel caso dei *fondi di private equity*, ma come vale anche con riguardo agli *investitori istituzionali* attivi nelle società quotate, l'apporto di capitale si accompagna sempre più frequentemente all'acquisizione di diritti e poteri che consentono di incidere, in misura più o meno intensa, sulla gestione delle imprese partecipate. Tali prerogative possono assumere forme diverse: dalla titolarità di diritti di voto, alla possibilità di nominare o revocare componenti degli organi amministrativi; dall'attribuzione di diritti di veto su decisioni strategiche all'accesso privilegiato a informazioni sensibili; sino a forme più articolate di *management engagement*, quali interlocuzioni periodiche con gli amministratori, prese di posizione su strategie industriali, piani di remunerazione, operazioni straordinarie, nonché minacce di disinvestimento[37]. Detto altrimenti, in tutte queste ipotesi — che delineano il fenomeno del c.d. *stewardship capitalism* sempre più tipico per l'esperienza statuni-

35 M. Wansley, S. Weinstein, *Antitrust, Private Equity & Venture Capital* (2024), Research Handbook on the Structure of Private Equity and Venture Capital (forthcoming), Cardozo Legal Studies Research Paper No. 2024-46, SSRN: https://ssrn.com/abstract=5044643.

36 A.J. Burnside, A. Kidane, *Common Ownership: an EU Perspective*, Journal of Antitrust Enforcement (2020), p. 456.

37 L. Strine Jr., *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, University of Pennsylvania Law Review (2020), p. 1639.

tense[38] — i fondi non si limitano a finanziare l'attività delle imprese, ma partecipano, direttamente o indirettamente, alla definizione delle loro scelte strategiche, incidendo sulle politiche commerciali, sugli investimenti e, più in generale, sulle decisioni rilevanti per la loro presenza sul mercato.

Ecco che allora si assiste a un mutamento del ruolo dei fondi che, da essere meri finanziatori-detentori di partecipazioni passive, diventano *imprenditori* o, per lo meno, assumono progressivamente *funzioni* (e *responsabilità?*) *tipicamente imprenditoriali*, con partecipazioni che diventano sempre più *attive*[39].

Ma così stando le cose, ben si capisce perché oggi anche l'attività dei fondi possa incidere sugli andamenti dei mercati e possa, conseguentemente, diventare di interesse per il diritto antitrust che, per l'appunto, deve garantire il corretto funzionamento dei mercati. Di più, *così essendosi modificate le cose*, ben si capisce perché fondi e imprese, da un canto, e autorità e dottrina antitrust, dall'altro, fatichino ancora a elaborare categorie interpretative pienamente adeguate alla nuova configurazione dei rapporti tra proprietà finanziaria, *governance* societaria e dinamiche concorrenziali.

6.2 Mercati sempre più concentrati?

Un mercato tende a concentrarsi quando diminuisce il numero delle imprese che possono dirsi effettivamente indipendenti nella determinazione delle caratteristiche dell'offerta. Di conseguenza, sostenere che l'attività dei fondi possa rendere più concentrati i mercati in cui operano le imprese da essi partecipate significa ipotizzare che il loro intervento riduca il numero dei centri decisionali autonomi presenti in quei mercati.

Ora, se si accoglie la rappresentazione tradizionale dei fondi come meri finanziatori, è difficile immaginare che essi possano incidere in senso concentrativo sulla struttura dei mercati giacché, in quanto semplici investitori, essi non possono disporre dei poteri decisionali necessari a plasmare l'offerta di mercato. Inoltre, anche qualora un fondo tradizionale acquisisca il controllo di un'impresa, il fatto che esso operi nei mercati finanziari — e non nel mercato rilevante in cui opera la target — comporta che l'operazione si risolva in una mera riallocazione degli assetti proprietari, senza incidere sul numero di imprese attive dal lato dell'offerta.

Ma questa conclusione presuppone che i fondi rimangano meri allocatori di capitale. Se invece — come frequentemente accade nel caso dei fondi di private equity e, sempre più spesso, anche degli investitori istituzionali presenti nelle società quotate — essi assumono funzioni imprenditoriali, acquisendo poteri di governance tali da incidere direttamente sulle strategie delle partecipate, allora l'effetto concentrativo diventa non solo possibile, ma in alcuni casi fisiologico.

38 Sul punto diffusamente F. Ghezzi, *Private equity, operazioni di roll-up e tutela della concorrenza*, Rivista delle società (2024), p. 159.

39 K. Conlow, F. Scott Morton, *Antitrust Enforcement and Private Equity*, Department of Justice Conference Paper No. 4 (2023).

E in qualità di imprenditore un fondo può anche decidere di far cessare l'attività dell'impresa partecipata. Sulla scorta dell'esperienza d'oltreoceano[40], si pensi al caso di un fondo di private equity che fa ingresso in una società mediante un'operazione di *leveraged buyout*, ossia un'operazione finanziata in larga misura attraverso debito. In tali ipotesi, il fondo non si limita ad acquisire l'impresa: ne estrae liquidità, trasferendole il peso dell'indebitamento contratto per l'acquisizione e comprimendone progressivamente la capacità competitiva. Inoltre, è anche possibile che il fondo adotti strategie di gestione orientate alla generazione di liquidità nel breve periodo (c.d. *rent extraction strategies*), che si traducono, ad esempio, nella dismissione di asset non ritenuti essenziali, nella riduzione dei costi operativi — anche attraverso il contenimento dell'occupazione, persino nei settori labour-intensive — e, più in generale, in una contrazione degli investimenti produttivi.

Ebbene, quando tali interventi incidono in modo significativo sulla capacità competitiva della società, essi possono condurre a un suo progressivo indebolimento e, nei casi più estremi, alla sua uscita dal mercato. In questo caso, dunque, si produce un chiaro effetto concentrativo, particolarmente spiccato nei settori caratterizzati da elevati livelli di indebitamento e da mercati locali o segmentati, non tanto riconducibile all'operazione di acquisizione in sé, quanto alle modalità con cui il fondo-imprenditore gestisce successivamente la società acquisita, giacché la sua c.d. vampirizzazione determina dapprima un significativo peggioramento dell'offerta e, in prospettiva, la riduzione del numero di operatori presenti nel mercato, con il conseguente rafforzamento del potere delle imprese rimaste attive[41].

Di più: per amor di logica, se si ammette che un fondo agisca alla stregua di un imprenditore, si deve allora ritenere plausibile che in un dato mercato si assista a un fenomeno concentrativo quando – e perché – quel fondo acquista, anche indirettamente, simultaneamente o successivamente, più di un'impresa attiva in quel mercato. Del resto, strategie di investimento settoriali e di diversificazione del rischio, del tutto neutre sotto il profilo competitivo, inducono legittimante i fondi ad investire in più imprese concorrenti. Non per caso, dunque, l'esperienza statunitense racconta di almeno due scenari in cui questo fenomeno delle *partecipazioni parallele* si concretizza dando luogo a possibili effetti concentrativi[42].

Si consideri dapprima il caso di una pluralità di operazioni di acquisizione aventi ad og-

40 Le criticità descritte si sono manifestate con particolare evidenza nel settore sanitario statunitense, dove l'attività dei fondi di *private equity* ha determinato prezzi più elevati, minore qualità delle cure, riduzione dell'accesso a servizi essenziali e peggioramento delle condizioni di lavoro di medici e infermieri. Sul punto diffusamente T. Stavroulaki, *Antitrust, Vampires, and Bloody Acquisitions*, Fordham Law Review (2026), p. 1655.

41 S.N. Kaplan, T. Jenkinson, P. Strömberg, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, Journal of Economic Perspectives (2009), p. 121.

42 Nel prossimo paragrafo invece si considererà l'ipotesi in cui queste partecipazioni parallele alimentano fenomeni collusivi o, comunque, di ridotta intensità competitiva.

getto società concorrenti ed effettuate tramite veicoli di investimento separati o fondi formalmente autonomi. Se ciascuna operazione fosse considerata isolatamente, si dovrebbe concludere che nel mercato si sono semplicemente verificati diversi mutamenti nelle compagini sociali delle imprese interessate. Tuttavia, se tali operazioni fossero riconducibili a un unico centro decisionale — si supponga, per esempio, a una società che gestisce i fondi di *private equity* — allora tutte le acquisizioni sarebbero tasselli di una medesima strategia unitaria, capace di ricondurre a un unico centro decisionale tutte le imprese acquisite. E l'effetto concentrativo non deriverebbe dalle singole acquisizioni considerate autonomamente, ma dall'unificazione sostanziale del potere decisionale su imprese formalmente distinte.

Ora, sempre sulla scorta della prassi statunitense, sappiamo che nel mondo dei fondi di investimento non è infrequente che acquisizioni realizzate tramite veicoli e fondi giuridicamente distinti siano, in realtà, espressione di un'unica volontà economica e, dunque, riconducibili al medesimo soggetto che tale volontà esprime[43]. Potrebbe, ad esempio, accadere che fondi e veicoli di investimento formalmente distinti siano invero gestiti dal medesimo operatore e sottoposti ai medesimi comitati di investimento[44]. Questo "legame strutturale" fa sì che le decisioni relative alle diverse imprese partecipate risultino, in ultima analisi, espressione di un'unica visione industriale e commerciale: quella del gestore e dei suoi comitati di investimento.

Un analogo risultato può ottenersi anche in presenza di "legami di fonte contrattuale". Potrebbe infatti accadere che, in sede di ciascuna operazione di investimento, la titolarità dei diritti di voto e/o la possibilità di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori delle società acquisite vengano attribuite a un unico fondo. Potrebbe altresì accadere che a tale fondo siano assegnati diritti di veto su decisioni strategiche delle società partecipate — quali, ad esempio, l'approvazione del budget, degli investimenti o delle operazioni straordinarie — così da consentirgli di incidere in modo determinante sulle scelte rilevanti di tutte le imprese acquisite[45].

Infine, può riscontrarsi l'esistenza di un "legame di ordine finanziario", vale a dire il caso di un fondo che, avendo finanziato le operazioni o detenendo strumenti di debito relativi alle società acquisite, sia in grado di condizionarne le scelte gestionali attraverso il controllo dei flussi finanziari o la definizione delle condizioni di rifinanziamento[46].

Pertanto, al netto delle difficoltà che si possono incontrare muovendosi alla ricerca dei descritti legami, l'eventualità che un fondo si comporti alla stregua di un imprendito-

43 E.B. Rock, D.L. Rubinfeld, *Antitrust and Institutional Investor Involvement in Corporate Governance*, OECD Competition Committee, DAF/COMP/WD(2017)94 (2017).

44 A. Asil, J.M. Barrios, T.G. Wollmann, *Misaligned Measures of Control: Private Equity's Antitrust Loophole*, *Va. Law & Bus. Rev.* (2023), p. 51.

45 Burnside, Kidane, *op. cit.*, p. 460-461.

46 D.D. Sokol, *Anticompetitive Leverage: In Search of a Theory of Harm*, World Competition (2023), p. 189.

re che, attraverso acquisizioni plurime, ottiene una posizione anche significativa in un determinato mercato non costituisce una mera costruzione teorica, ma una concreta possibilità economica e organizzativa.

E questa considerazione non cambia quando si passa a dare conto di un secondo scenario statunitense, quello cioè di un fondo di *private equity* che acquisisce un'impresa attiva in un particolare mercato (c.d. piattaforma) e che successivamente procede – in prima persona o, come si diceva sopra, per il tramite di altri veicoli e fondi di investimento – all'acquisizione progressiva di una pluralità di altre imprese, operanti nello stesso mercato o in mercati contigui (c.d. *add-ons*), integrandole nella piattaforma e facendole cessare di operare come imprese indipendenti. Se anche la prima operazione equivalesse a un mero mutamento nella compagine societaria, le successive acquisizioni determinerebbero una progressiva riduzione dei centri decisionali attivi nel mercato. Detto altrimenti, in questo scenario che esemplifica le ipotesi di c.d. *roll up strategies*, il fondo assorbe progressivamente la funzione decisionale delle imprese acquisite, eliminandone l'autonomia competitiva e sostituendosi ad esse nella determinazione delle strategie di mercato[47].

Questo studio mostra allora che l'attività dei fondi può produrre effetti concentrativi anche significativi, ma solo a determinate condizioni. In particolare, ciò accade quando i fondi non si limitano a finanziare le imprese, ma ne indirizzano l'attività, assumendo una funzione imprenditoriale, e quando tale potere decisionale si traduce o nella cessazione dell'attività delle imprese acquisite, oppure nell'orientamento unitario delle strategie di più imprese tra loro concorrenti.

Nondimeno, come si avrà modo di chiarire nel paragrafo 7.2, il fatto — ora qui acquisito — che l'attività dei fondi possa produrre effetti concentrativi non implica che il diritto antitrust sia sempre in grado di coglierli e prevenirli.

6.3 Mercati sempre più quieti?

Se nel paragrafo precedente si è visto come l'attività dei fondi possa incidere sulla struttura dei mercati, riducendo il numero dei centri decisionali effettivamente indipendenti, occorre ora considerare un diverso ordine di fenomeni, nei quali tali centri decisionali permangono, ma la loro intensità competitiva risulta attenuata, fino a sfociare in ipotesi collusive o, più frequentemente, in forme di coordinamento *soft* o di *quiet life* non immediatamente riconducibili alle categorie tradizionali dell'intesa[48].

47 Un esempio particolarmente significativo delle dinamiche di *roll-up* si è verificato nei mercati dei servizi veterinari e anestesiologici negli Stati Uniti, nei quali i fondi di private equity hanno progressivamente acquisito e integrato una pluralità di operatori locali attraverso acquisizioni seriali contribuendo alla formazione di operatori dotati di un rilevante potere di mercato. Cfr. L. Samuel, K.M. Conlow, *Private Equity and Antitrust*, Berkeley Bus. L.J. (2025), p. 140, nonché Ghezzi, *Private Equity*, p. 161.

48 Rock, Rubinfeld, *op. cit.*, p. 2.

Un primo e più immediato caso in cui ciò può accadere riguarda i rapporti tra gli stessi fondi. Si pensi, ad esempio, alle operazioni realizzate mediante c.d. *club deals*, nelle quali più fondi partecipano congiuntamente all'acquisizione di una medesima impresa. In tali circostanze, la cooperazione tra potenziali acquirenti può assumere natura collusiva quando fondi che avrebbero potuto competere autonomamente per l'acquisizione dell'impresa target decidano invece di presentare un'offerta congiunta meno favorevole di quelle che ciascuno avrebbe potuto formulare separatamente. Se poi le imprese target fossero diverse, potrebbero allora verificarsi ipotesi nelle quali i fondi si coordinano per decidere quali imprese acquisire. In questi casi, dunque, la riduzione della rivalità tra fondi integra fenomeni di collusione orizzontale, nelle forme del *bid rigging* o del coordinamento nelle offerte[49].

Più complesso — e meno evidente — è invece il caso in cui gli effetti collusivi si producono non già nel mercato in cui operano i fondi, ma in quello cui appartengono le imprese da essi partecipate. Come si diceva, non è infatti infrequente che i fondi — e qui non solo i fondi di private equity, ma anche i c.d. *passive index funds*, quali *BlackRock*, *Vanguard* e *State Street* — investano in più imprese attive nello stesso mercato, in ragione di strategie di investimento settoriali o di diversificazione del rischio. In tali ipotesi, la presenza di un medesimo investitore in imprese concorrenti — vale a dire lo scenario di c.d. *common ownership* dove la partecipazione è di minoranza anziché di controllo[50] — può incidere sulle dinamiche competitive tra queste ultime.

Ad esempio, queste partecipazioni parallele possono modificare gli incentivi che guidano l'azione del fondo legittimamente intenzionato a far rendere i propri investimenti. Più esplicitamente, nella situazione di compresenza in imprese concorrenti, il fondo può non avere interesse a che una di queste sgomini le altre, bensì a ottimizzare la performance complessiva di tutte le imprese partecipate, evitando che alcune di queste vedano peggiorare i loro conti. Così, la common ownership può indurre gli investitori a privilegiare la massimizzazione dei profitti complessivi del portafoglio (industry profits) piuttosto che quelli della singola impresa, riducendo così gli incentivi alla competizione aggressiva tra le partecipate[51].

Certo, affinché si possa parlare di un'intesa illecita deve intervenire un coordinamento effettivo tra le imprese interessate. In altri termini, devono esistere uno o più meccanismi che permettano al descritto assetto degli incentivi di tradursi in specifiche condotte collusive o, comunque, in comportamenti a ridotta intensità competitiva, c.d. comportamenti di *quiet life*.

Ebbene, oltre all'eventualità che siano soggetti terzi a generare condizioni di traspa-

49 Samuel, Conlow, *op. cit.*, p. 167 e Wansley, Weinstein, *op. cit.*, pp. 3-4.

50 Burnside, Kidane, *op. cit.*, pp. 459-461.

51 J. Azar, M.C. Schmalz, I. Tecu, *Anticompetitive Effects of Common Ownership*, J. Finance, 2018, p. 1513.

renza[52], un fondo può innanzitutto beneficiare di informazioni strategiche relative alle imprese partecipate, quali piani industriali, politiche di prezzo o strategie di investimento[53]. Queste informazioni possono poi provenire da soggetti terzi — quali *advisors*, consulenti e altri intermediari finanziari impegnati a individuare strategie ottimali e *best practices* per il bene delle singole imprese e dell'industria — oppure dagli stessi amministratori che il fondo ha nominato nei consigli delle imprese partecipate[54].

Infatti, quando ottiene il diritto di indicare almeno un amministratore o un *board observer* nelle diverse imprese partecipate, il fondo contribuisce regolarmente alle discussioni relative a budget, investimenti, politiche commerciali o operazioni straordinarie, oppure dispone di diritti di veto su determinate decisioni strategiche. In queste circostanze, il fondo può quindi acquisire una conoscenza approfondita delle strategie seguite dalle diverse imprese partecipate e, al tempo stesso, esercitare pressioni — anche soltanto informali — affinché esse adottino politiche tra loro coerenti o evitino strategie eccessivamente aggressive nei confronti delle altre imprese del portafoglio. In una battuta, quindi, è in questo modo così sfumato che il fondo può contribuire ad allinearne progressivamente il comportamento competitivo[55].

Si badi: affinché questo fenomeno si materializzi non serve che lo stesso amministratore sieda nei consigli di tutte le imprese partecipate dal fondo; in altri termini, non è

52 Esistono, ad esempio, degli strumenti di comunicazione finanziaria, come le *earnings calls*, per effetto delle quali periodicamente il management delle società quotate illustra agli investitori e agli analisti i risultati conseguiti e, soprattutto, fornisce indicazioni sulle prospettive future (c.d. guidance). Sebbene tali strumenti siano concepiti per garantire trasparenza nei confronti del mercato, essi sono per definizione accessibili anche ai concorrenti delle imprese, i quali possono così acquisire informazioni rilevanti circa le strategie future delle imprese rivali. Per questo le *earnings calls* possono trasformarsi in strumenti di comunicazione strategica idonei a ridurre l'incertezza competitiva e a favorire forme di coordinamento tra imprese concorrenti, soprattutto quando le informazioni diffuse riguardano politiche di prezzo, capacità produttiva o strategie di investimento. Non a caso, la Commissione europea ha recentemente avviato indagini volte a verificare se tali strumenti siano stati utilizzati per finalità collusive, chiarendo che gli obblighi di trasparenza finanziaria non possono giustificare la diffusione di informazioni idonee a coordinare il comportamento delle imprese ai sensi dell'art. 101 TFUE. Cfr. Tribunale, 9 Luglio 2025, *Compagnie générale des établissements Michelin v European Commission*, causa T-188/24, ECLI:EU:T:2025:686.

53 Rock, Rubinfeld, *op. cit.*, p. 3.

54 Assai chiaramente sul punto Nili, *op. cit.*, pp. 291-293 che, più in generale, spiega come i legami personali non possano più considerarsi una patologia marginale, ma un prodotto ordinario della cultura societaria statunitense dove le partecipazioni parallele dei fondi ricoprono un ruolo assai significativo.

55 Rock, Rubinfeld, *op. cit.*, pp. 2–3; Burnside, Kidane, *op. cit.*, p. 498, nonché Wansley, Weinstein, op. citi., pp. 2-4.

necessario che si ricada in un'ipotesi classica di *interlocking*[56]. È sufficiente che "tutti gli uomini del fondo" riportino a questo ultimo, vale a dire basta che si avveri una situazione di c.d. "*indirect interlocking*" o di "*deputization*" per cui differenti persone fisiche siedono nei *board* di imprese concorrenti come rappresentanti e/o agenti riconducibili al medesimo fondo o centro di interessi, così configurando una rete organizzativa unitaria tra imprese concorrenti[57].

Infine, i menzionati incentivi possono essere tradotti in scelte operative plasmando opportunamente le politiche di remunerazione degli amministratori e dei dirigenti delle imprese partecipate. Ad esempio, quando la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti è parametrata, in tutto o in parte, alla performance del settore o a indicatori comparativi rispetto ai concorrenti, essa può indurre il management a internalizzare gli effetti delle proprie decisioni sull'insieme delle imprese partecipate dagli stessi azionisti. Ne consegue che strategie aggressive — quali riduzioni di prezzo o espansioni di capacità — possono risultare meno attraenti, nella misura in cui riducono i profitti complessivi del settore e, quindi, il valore del portafoglio degli investitori comuni. In questo modo, gli incentivi dell'azionariato si tramutano in condotte con effetti collusivi[58].

Così, anche in assenza di uno scambio diretto di informazioni tra queste ultime, esistono condizioni di trasparenza che riducono l'incertezza che caratterizza il confronto concorrenziale e favoriscono, quindi, l'emergere in concreto di un equilibrio collusivo. Certo, non è affatto detto che, nella realtà, tutte queste circostanze si presentino in termini così netti e che esse si verifichino tutte in un caso specifico. In ragione dell'elaborazione svolta fin qui dobbiamo quindi sviluppare un pensiero più complesso: da un lato, possiamo affermare che l'attività dei fondi può produrre effetti collusivi; dall'altro, dobbiamo essere consapevoli di come le modalità indirette e spesso opache attraverso cui tali effetti si producono rendano particolarmente complesso stabilire quando l'attività dei fondi sia effettivamente qualificabile e sanzionabile ai sensi della disciplina antitrust. Il paragrafo 7.3 si concentrerà su quest'ultimo profilo.

7. Il diritto antitrust alla prova dei fondi

I fenomeni descritti nel paragrafo precedente mostrano come anche l'attività dei fondi di investimento possa incidere in modo significativo tanto sulla struttura dei mercati, quanto sulle dinamiche competitive tra le imprese che vi operano. A fronte di tali feno-

56 Chiaramente, se si materializzano forme classiche di *interlocking*, il fondo avrà un accesso immediato alle informazioni strategiche relative a tutte le imprese partecipate, a dimostrazione di quanto si diceva nella prima parte di questo scritto dove si sottolineava come gli *interlocking directorates* fungano da canale *strutturale-organizzativo* per la trasmissione di informazioni sensibili e contribuiscano così a determinare l'allineamento delle strategie tra imprese concorrenti.

57 Statement of Chair Lina M. Khan, *In the Matter of EQT Corporation*, FTC, 16 agosto 2023; FTC, *FTC Continues Clayton Section 8 Enforcement Efforts on Interlocking Directorates*, 2025; *Section 8 of the Clayton Act and Private Equity: Takeaways from Recent Enforcement*, 2025.

58 Azar, Schmalz, Tecu, *op. cit.*, pp. 1521-1522 e 1544-1549.

meni, si pone allora il problema di comprendere se e in quale misura gli strumenti del diritto antitrust siano in grado di coglierli e governarli. Le difficoltà che emergono non sono riconducibili a un unico profilo, ma attengono, a seconda dei casi, alla qualificazione giuridica delle condotte, all'individuazione dei contorni dell'operazione rilevante e alle modalità di attivazione ed esercizio del controllo da parte delle autorità competenti.

In questa prospettiva, sarà dunque utile distinguere tra i problemi antitrust connessi agli effetti concentrativi dell'attività dei fondi e quelli derivanti dagli effetti collusivi, dedicando ai primi il paragrafo 7.2 e ai secondi il paragrafo 7.3. In entrambi i casi, l'analisi prenderà le mosse dall'esperienza statunitense, per poi verificare se e in quale misura le medesime criticità emergano anche nei contesti euro-unitario e nazionale.

7.1 Partecipazioni che passione! Il difficile confine tra investimento e gestione

Negli Stati Uniti e nell'Unione Europea l'attività di un fondo che detiene una partecipazione a fini meramente finanziari, senza intervenire nella gestione commerciale dell'impresa target, non viene normalmente considerata problematica ai fini del controllo preventivo delle concentrazioni. Nel sistema statunitense — pur disponibile, ai sensi della Section 7 del Clayton Act, a sottoporre a scrutinio antitrust anche acquisizioni di partecipazioni di minoranza qualora esse risultino idonee a ridurre sostanzialmente la concorrenza nel mercato — ciò deriva dall'Hart-Scott-Rodino Act, il quale esenta dagli obblighi di notifica le acquisizioni di *voting securities* effettuate *solely for the purpose of investment*, purché, a seguito dell'operazione, le partecipazioni detenute non superino la soglia del dieci per cento[59]. Nell'Unione europea, la medesima impostazione emerge dalla stessa nozione di concentrazione contenuta all'art. 3 del Regolamento 139/2004, il quale sottopone a verifica preventiva soltanto le operazioni idonee a determinare una modifica duratura del controllo dell'impresa target. Poiché, in ragione del secondo comma della disposizione, tale modifica si produce quando il titolare della partecipazione acquisisce la possibilità di esercitare un'influenza determinante sull'attività dell'impresa partecipata, le acquisizioni di controllo — normalmente associate alla titolarità di partecipazioni di maggioranza — risultano soggette all'obbligo di notifica, mentre le partecipazioni di minoranza restano, di regola, estranee a tale obbligo finché non siano corredate di poteri capaci di attribuire al titolare la possibilità di esercitare la menzionata influenza determinante[60].

Ma, come si è visto nel paragrafo 6.1, oggi i fondi non solo acquisiscono sempre più frequentemente partecipazioni di maggioranza ma, anche quando titolari di partecipazioni di minoranza, assumono funzioni imprenditoriali, accompagnando l'investimento

59 Cfr. Section 7A(c)(9) dell'Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act of 1976, 15 U.S.C. § 18a(c)(9), e Section 7 del Clayton Act, 15 U.S.C. § 18.

60 Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese (Regolamento comunitario sulle concentrazioni), GUUE L 24 del 29 gennaio 2004, p. 1.

all'acquisizione di diritti e prerogative che consentono loro di incidere — direttamente o indirettamente — sulle strategie delle imprese partecipate.

Il problema che dunque si pone è trovare in concreto il *confine* tra investimenti puramente finanziari che continuano legittimamente a esistere e investimenti che, in ragione dei diritti e poteri riconosciuti al fondo, consentono a quest'ultimo di assumere delle funzioni imprenditoriali. E ciò perché, nella pratica, queste prerogative si presentano secondo combinazioni estremamente mutevoli ed eterogenee: assumono cioè geometrie variabili.

Di conseguenza, sarebbe irragionevole affermare che sia una di queste a far scattare in modo automatico l'applicazione della disciplina sul controllo delle concentrazioni. Come spesso accade nel diritto antitrust, bisognerà procedere caso per caso, valutando i fatti specifici, nella consapevolezza che la concreta distribuzione del potere decisionale all'interno delle imprese partecipate non sempre emerge in modo trasparente dagli assetti formali. Ciò richiede, da un lato, un elevato grado di trasparenza e collaborazione informativa da parte dei fondi e delle imprese coinvolte e, dall'altro, adeguate capacità investigative e interpretative da parte delle autorità e della stessa dottrina antitrust.

7.2 Quando sale la concentrazione: vampirizzazioni e centri decisionali invisibili

Occorre ora chiedersi in che modo il diritto antitrust possa governare i fenomeni sopra descritti, ed in particolare i casi di vampirizzazione e le ipotesi di operazioni plurime riconducibili a un unico centro decisionale, che queste transazioni si realizzino simultaneamente o progressivamente.

Ebbene, con riguardo alle vampirizzazioni, le discipline che si applicano sulle due sponde dell'Atlantico presentano un limite comune, consistente nella difficoltà di qualificare giuridicamente tale fenomeno. Più precisamente, quando gli effetti concentrativi sono prevedibili già al momento dell'acquisizione, quest'ultima può certo essere vietata in ragione delle conseguenze che produrrà su output, qualità, accesso ai servizi o concorrenza nei mercati del lavoro. Nondimeno, se questi effetti concentrativi non discendono dall'operazione di acquisizione in sé — che può risultare del tutto lecita o comunque non idonea a sollevare criticità concorrenziali — bensì dalle modalità con cui il fondo gestisce successivamente la società acquisita, allora le autorità antitrust sono sostanzialmente prive di strumenti di intervento. Ne consegue che le condotte attraverso cui tali effetti si producono — dalle politiche di estrazione di valore alla dismissione di asset o alla riduzione degli investimenti — non sono perseguibili dal diritto antitrust come

concentrazioni[61].

Si potrebbe allora ritenere che le vampirizzazioni possano essere intercettate attraverso il controllo delle informazioni fornite dalle imprese in sede di notifica, giacché le imprese sono chiamate a illustrare le finalità economiche dell'operazione e i piani strategici ad essa sottesi e, sia negli Stati Uniti sia nell'Unione europea, le autorità fanno ampio affidamento su questi documenti interni, piani industriali e rappresentazioni strategiche, proprio per valutare gli effetti delle operazioni di concentrazione[62]. Tuttavia, nella prassi, tale via appare difficilmente percorribile. Le dichiarazioni relative ai piani di gestione dell'impresa hanno infatti natura prospettica e non vincolante, e non si prestano, se non in casi eccezionali, a essere qualificate come false o fuorvianti[63].

Se tale limite accomuna i due sistemi, diverse sono invece le difficoltà che emergono con riguardo ai fenomeni di acquisizioni plurime riconducibili a un unico centro decisionale[64].

Nel sistema statunitense, il problema principale attiene all'individuazione del soggetto acquirente e, dunque, alla definizione dei confini soggettivi dell'operazione rilevante. Ai sensi dell'HSR Act, gli obblighi di notifica sono costruiti attorno ai soggetti che formalmente acquisiscono le partecipazioni e/o gli *assets* dell'impresa *target*. Pertanto, nel caso qui considerato, *i veri centri decisionali rimangono invisibili*: le autorità statunitensi possono riconoscere come soggetti acquirenti soltanto i fondi e i veicoli di investimento di volta in volta coinvolti, senza che i legami strutturali, contrattuali o finanziari di cui si **è** detto in precedenza emergano immediatamente ai fini della organicità delle operazioni e del loro controllo preventivo[65].

Ne consegue che il diritto statunitense è costretto a scomporre fenomeni economicamente unitari in una pluralità di acquisizioni giuridicamente distinte, concentrando così l'analisi sulle singole operazioni considerate isolatamente. Ciò determina un duplice ordine di difficoltà. Da un lato, molte acquisizioni possono sfuggire del tutto al con-

61 È certo, poi, che il diritto dell'Unione europea conosce alcuni strumenti volti a limitare le pratiche di svuotamento patrimoniale successive all'acquisizione del controllo da parte dei fondi. In particolare, l'art. 30 della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD) vieta ai gestori di fondi di investimento alternativi che acquisiscano il controllo di società non quotate di favorire, sostenere o istruire distribuzioni, riduzioni di capitale, riacquisti di azioni proprie o altre operazioni che comportino una diminuzione del patrimonio netto della target in violazione dei limiti fissati dalla direttiva, nei ventiquattro mesi successivi all'acquisizione del controllo. Tale disciplina, tuttavia, si colloca sul piano della regolazione finanziaria e della tutela patrimoniale della società acquisita, senza tradursi in uno strumento di controllo antitrust delle strategie estrattive o delle conseguenze concorrenziali derivanti dalla successiva gestione della target.

62 U.S. Department of Justice – Federal Trade Commission, *Merger Guidelines*, 2023; European Commission, *Form CO*

63 Stavroulaki, *op. cit.*, p. 1652.

64 Già in tema Ghezzi, *Private equity*, *op. cit.*, p. 159.

65 Asil, Barrios, Wollmann, *op. cit.*, p. 54-55.

trollo preventivo proprio perché, considerate individualmente, non superano le soglie rilevanti. Dall'altro lato, anche quando siano sottoposte a scrutinio, le dimensioni relativamente contenute delle singole operazioni possono indurre le autorità a considerarle prive di effetti anticoncorrenziali apprezzabili.

Le *Merger Guidelines* del 2023 sono intervenute nel tentativo di attenuare questi limiti[66]. Infatti, la *Guideline* n. 7 valorizza espressamente i *trend toward concentration*, consentendo alle autorità di considerare non soltanto gli effetti della singola acquisizione, ma anche il progressivo consolidamento di un settore attraverso operazioni seriali di crescita esterna. Di più, la *Guideline* n. 8 stabilisce che, quando una concentrazione costituisce parte di una serie di acquisizioni multiple, le autorità antitrust possono esaminare l'intera strategia di consolidamento e valutarne l'effetto cumulativo sul mercato.

Nondimeno, queste innovazioni sembrano incidere soprattutto sul piano sostanziale della valutazione concorrenziale, senza modificare in profondità la struttura procedurale del sistema statunitense. Le nuove *Guidelines* consentono infatti alle autorità di riconoscere il carattere unitario e cumulativo di acquisizioni multiple, ma il sistema di notifica continua a essere costruito attorno alle singole operazioni e ai soggetti formalmente acquirenti. Di conseguenza, a dispetto della logica sottesa al controllo delle concentrazioni, il consolidamento progressivo dei mercati può diventare visibile solo *ex post*, gradualmente e spesso quando il processo aggregativo è già significativamente avanzato[67].

Per quanto concerne l'esperienza al di qua dell'Atlantico, poiché nel diritto dell'Unione europea e nel diritto nazionale la nozione di concentrazione si fonda sul concetto di controllo, le autorità antitrust possono cogliere anche forme di unificazione decisionale non fondate sulla mera titolarità formale delle partecipazioni nelle imprese *target*, come del resto già accade quando riconducono differenti persone giuridiche ad un'unica entità economica, centro decisionale e portatore di un comune interesse[68].

Tuttavia, questa maggiore apertura sul piano teorico si scontra con rilevanti difficoltà probatorie. In un contesto in cui *fondi e imprese hanno interesse a mantenere invisibile* l'unico centro decisionale esistente, le autorità devono impegnarsi in un'indagine complessa, che presuppone l'accesso a informazioni interne e la ricostruzione di legami strutturali, contrattuali e finanziari, nonché di dinamiche decisionali non sempre trasparenti. Come è stato osservato, il problema principale resta infatti di *natura informativa*, poiché le strategie di crescita multipla e seriale possono essere colte soltan-

66 U.S. Department of Justice – Federal Trade Commission, *Merger Guidelines*, dicembre 2023, disponibile all'indirizzo: https://www.ftc.gov/system/files/ftc_gov/pdf/2023_merger_guidelines_final_12.18.2023.pdf

67 Ghezzi, *Private Equity*, *op. cit.*, p.176-178.

68 Ad esempio, ancorché a fini differenti, la Commissione Europea è stata capace di ricondurre a un unico centro decisionale – Goldman Sachs – le condotte di differenti fondi. Cfr. Corte di giustizia, 27 gennaio 2021, *Goldman Sachs v Commission*, causa C-595/18 P, ECLI:EU:C:2021:73.

to ricostruendo progressivamente i legami economici e organizzativi tra le molteplici operazioni realizzate dai fondi[69].

È precisamente nel tentativo di ridurre questo deficit informativo che si collocano i più recenti sviluppi della disciplina euro-unitaria in materia di concentrazioni. Il Regolamento di esecuzione n. 2023/914 e il nuovo Form CO hanno infatti significativamente rafforzato gli obblighi informativi gravanti sulle imprese notificanti, imponendo una *disclosure* molto più ampia relativa, tra l'altro, agli assetti proprietari, ai diritti di governance, alle acquisizioni pregresse, ai mercati interessati, ai documenti interni e alle strategie economiche sottese all'operazione. In questa prospettiva, il sistema europeo sembra oggi orientato a rendere maggiormente visibili proprio quelle strutture decisionali, quei legami organizzativi e quelle strategie cumulative di crescita esterna che caratterizzano frequentemente l'attività dei fondi di investimento; e ciò quando almeno una operazione di concentrazione sia soggetta all'obbligo di notifica[70].

Ed è proprio qui che emerge il limite del sistema euro-unitario. Sebbene esso appaia teoricamente idoneo a ricondurre ad unità una pluralità di operazioni riconducibili a un medesimo centro decisionale, permane il rischio che tali transazioni sfuggano, in tutto o in parte, al controllo preventivo, quando le singole acquisizioni presentino dimensioni ridotte o producano incrementi soltanto marginali del grado di concentrazione del mercato. In altri termini, anche il sistema europeo continua a incontrare difficoltà nel cogliere *ex ante* processi di consolidamento progressivo realizzati attraverso una pluralità di acquisizioni individualmente poco significative, specie nei mercati locali o di nicchia nei quali operano frequentemente i fondi di *private equity* — e ciò malgrado la verifica preventiva sia un tratto distintivo della disciplina sulle operazioni di concentrazioni[71].

Con riferimento al diritto italiano va però osservato che, anche laddove la qualificazione della fattispecie costringesse a considerare le singole operazioni e anche qualora queste ultime fossero sotto-soglia, l'Autorità italiana potrebbe analizzarle in forza dei poteri, di recente attribuiti dall'art. 16, comma 1 *bis* della l. 287/90, di intervento su operazioni sotto-soglia, che consentono di valutare anche acquisizioni non notificabili ove suscettibili di produrre effetti distorsivi della concorrenza[72].

7.3 Quando il fondo coordina: incentivi, informazioni e interlocking

La reazione del diritto antitrust agli effetti collusivi dell'attività dei fondi appare più soddisfacente rispetto a quanto osservato con riguardo agli effetti concentrativi, nella misura in cui tali fenomeni sono, almeno in linea di principio, riconducibili alle categorie

69 Ghezzi, *Private equity*, *op. cit.*, pp. 184-185.

70 Commissione europea, *Form CO relating to the notification of a concentration pursuant to Regulation (EC) No 139/2004*, allegato al Regolamento di esecuzione (UE) 2023/914 della Commissione, del 20 aprile 2023.

71 Conlow, Scott Morton, *op. cit.*, pp. 2-3 e Asil, Barrios, Wollmann, *op. cit.*, pp. 74-80.

72 Ghezzi, *Private Equity*, *op. cit.*, pp. 179-180.

tradizionali delle intese e delle pratiche concordate. Tuttavia, anche in questo ambito emergono rilevanti difficoltà applicative, soprattutto quando il coordinamento tra operatori assume forme indirette o non esplicitate.

In primo luogo, rispetto al fenomeno dei *club deals*, le discipline statunitensi, euro-unitaria e nazionale sono idonee a intervenire. In questo caso, compito – non sempre agevole – di tutte le autorità sarà distinguere le ipotesi anticompetitive in cui i fondi hanno smesso di farsi concorrenza e coordinato le loro offerte per presentarne una peggiorativa per la target, dalle ipotesi procompetitive in cui, invece, i fondi hanno operato di concerto perché altrimenti non avrebbero fatto ingresso nel capitale della target per esigenze di finanziamento, di condivisione del rischio e/o di somma delle competenze richieste dalla sua gestione. I *club deals* possano integrare, da un lato, forme di *bid rigging* o di coordinamento nelle offerte e, dall'altro, costituire strumenti efficienti di *pooling* di risorse e di riduzione del rischio, imponendo alle autorità una valutazione caso per caso fondata sugli effetti dell'operazione[73].

Più complesso è invece il caso in cui gli effetti collusivi dell'attività dei fondi si producono nel mercato in cui operano le imprese partecipate.

Nel sistema statunitense, la possibilità di intervenire su tali fenomeni incontra limiti significativi, in quanto la disciplina delle intese presuppone l'esistenza di un accordo o di *concerted actions* tra imprese. L'accertamento di queste ultime richiede infatti due elementi: da un lato, elementi fattuali (*plus factors*) indicativi del coordinamento — quali partecipazioni parallele, allineamento degli incentivi, condivisione di informazioni sensibili o presenza di *interlocked directors* — e, dall'altro, condotte imprenditoriali effettivamente parallele, interpretabili come il frutto del coordinamento così ricostruito.

È però vero che, proprio a fronte delle difficoltà incontrate nell'applicazione delle categorie tradizionali delle intese ai fenomeni di *common ownership* e coordinamento indiretto tra imprese partecipate dai medesimi fondi, le autorità antitrust statunitensi hanno negli ultimi anni tentato di valorizzare in chiave più estensiva la *Section* 8 del *Clayton Act*. In particolare, si sono mosse in due direzioni[74]. In primo luogo, hanno esteso la *Section* 8 ai casi di c.d. *indirect interlocking* o *deputization*, vale a dire alle situazioni nelle quali non le medesime ma differenti persone fisiche siedono nei board di imprese concorrenti come però rappresentanti o agenti riconducibili al medesimo fondo o centro di interessi. In secondo luogo, le autorità statunitensi hanno progressivamente affiancato alla *Section* 8 il ricorso alla *Section* 5 del *FTC Act*, utilizzata quale clausola generale contro gli *unfair methods of competition* per colpire assetti organizzativi e relazioni tra imprese che, pur non integrando formalmente un interlocking vietato, siano comunque ritenuti idonei a ridurre l'incertezza competitiva o a facilitare forme di coordinamento tra concorrenti.

73 Samuel, Conlow, *op. cit.*, p. 167 e Wansley, Weinstein, *op. cit.*, pp. 1-4.

74 Statement, o*p. cit.* e FTC, *op. cit.*.

Nondimeno, parti della dottrina e della practice statunitense hanno evidenziato il rischio che l'espansione delle *Section* 8 e 5 finisca per sovrapporre fenomeni distinti: da un canto, interlocking directorates e common ownership e, d'altro canto, la mera prossimità organizzativa tra imprese, attenuando così il necessario collegamento tra il divieto e l'esistenza di una concreta relazione competitiva tra le imprese coinvolte[75].

Venendo, invece, al sistema euro-unitario, potrebbero esserci margini più ampi per l'applicazione della disciplina delle intese vietate alle partecipazioni parallele che producono effetti collusivi. Infatti, la nozione di pratica concordata non richiede necessariamente la prova di un parallelismo comportamentale già in atto, ma si fonda sull'esistenza di contatti tra le imprese che siano capaci di ridurre l'incertezza competitiva che dovrebbe invece sussistere tra concorrenti. Sebbene non agevolmente, dunque, perlomeno alcuni degli elementi fattuali idonei a ridurre l'intensità competitiva, quali la condivisione di informazioni sensibili e la presenza di *interlocked directors*, potrebbero essere ricondotti alla nozione di contatto strategico tra imprese concorrenti, integrando così la fattispecie della pratica concordata e consentendo di conseguenza di configurare una restrizione della concorrenza imputabile alle imprese e ai fondi[76].

Certo resta vero che, su entrambe le sponde dell'Atlantico, il diritto antitrust incontra difficoltà quasi insormontabili nell'aggredire delle mere partecipazioni parallele e il conseguente allinearsi degli incentivi dei fondi e dei *managers* in assenza di elementi di contatto e o di trasmissione informativa tra le imprese concorrenti. A voler spingere l'analisi molto in là, l'unico modo per impedire che gli incentivi acquisissero il menzionato assetto sarebbe intervenire in sede di concentrazioni argomentando che le partecipazioni parallele dei medesimi fondi nelle differenti imprese tra loro concorrenti fanno sì che quei mercati assumano una struttura para-oligopolistica tale da generare fisiologicamente equilibri para-collusivi. Ma, lo si diceva, l'ipotesi è estrema, perché assai difficile da concretizzarsi in pratica[77].

8. Conclusioni

Questo scritto ha apparentemente tenuto insieme due temi distinti, accostati soltanto perché accomunati da due logiche ugualmente sottese alla riforma del TUF: da un lato, la riduzione del gold plating mediante l'abrogazione del divieto di interlocking directorates; dall'altro, il *favor* nei confronti dei fondi di investimento, perseguito nella prospettiva di rendere il mercato italiano dei capitali maggiormente attrattivo. E tuttavia, proprio l'analisi congiunta di tali fenomeni ha finito per disvelare un problema comune, assai più profondo delle singole scelte legislative da cui si è preso le mosse.

In entrambi i casi, infatti, il tema centrale è risultato essere quello dell'indipendenza dei centri decisionali e, più precisamente, del ruolo che persone fisiche, reti organizzative

75 Nili, *op. cit.*, p. 307-309.

76 Burnside, Kidane, *op. cit.*, pp. 498-499.

77 Rock, Rubinfeld, *op. cit.*, pp. 2–3

e strutture di governance svolgono nell'attenuare la separazione competitiva tra imprese formalmente distinte.

Nella prima parte del lavoro, questo problema è emerso nella forma tradizionale del capitalismo relazionale europeo, storicamente caratterizzato dalla presenza di dense corporate networks, dalla circolazione delle medesime élite manageriali e finanziarie e dalla stabilizzazione di legami personali tra grandi imprese. La letteratura comparata ha da tempo mostrato come taluni sistemi economici continentali — in particolare Francia e Germania — abbiano conosciuto forme di *co-operative capitalism*, fondate proprio sull'intreccio stabile tra governance societaria, relazioni personali e assetti proprietari[78]. L'esperienza italiana non era da meno, soprattutto con riguardo ai settori bancario, assicurativo e finanziario. E quindi in tale contesto, gli interlocking directorates non rappresentano un'anomalia marginale, ma uno degli strumenti attraverso cui si consolidano reti di influenza, conformismo strategico e attenuazione della rivalità competitiva.

Nella seconda parte dello scritto, il problema si è invece ripresentato in una forma differente e più contemporanea: quella di un capitalismo finanziarizzato, nel quale il coordinamento tra imprese non passa più soltanto attraverso le tradizionali élite industriali, ma anche tramite reti di governance costruite attorno ai grandi gestori del risparmio, ai fondi di private equity e alle molteplici figure professionali che gravitano stabilmente attorno ad essi. In questo scenario, le partecipazioni parallele dei fondi, i rapporti continuativi di engagement con il management, la presenza di amministratori, *advisors*, *consultants* e *board observers* riconducibili ai medesimi centri di interessi, nonché i fenomeni di *indirect interlocking* e *deputization*, finiscono per dar vita a nuove reti relazionali capaci di collegare tra loro imprese formalmente indipendenti.

Naturalmente, i due fenomeni non coincidono. Il capitalismo relazionale europeo si è storicamente sviluppato attorno a reti personali relativamente stabili, spesso radicate in specifici contesti nazionali e settoriali; il capitalismo finanziarizzato contemporaneo opera invece attraverso reti assai più fluide, globali e multilivello, costruite attorno alla gestione del risparmio, alla *common ownership* e ai nuovi strumenti di *governance* e *stewardship*. E tuttavia, al di là delle differenze, entrambi i modelli producono un effetto comune: la progressiva attenuazione dell'autonomia competitiva delle imprese e la riduzione della distanza strategica tra centri decisionali formalmente distinti.

Ed è probabilmente proprio a questo livello che emerge la principale divergenza tra l'esperienza europea e quella statunitense. Mentre infatti in Italia si è scelto di abrogare l'unica disciplina generale di carattere preventivo dedicata agli interlocking directorates e mentre il diritto dell'Unione continua a non conoscere uno strumento equivalente

78 P. Windolf, *Corporate Networks in Europe and the United States*, Oxford University Press, 2002; P. Windolf, J. Beyer, *Co-operative Capitalism: Corporate Networks in Germany and Britain*, in *British Journal of Sociology*, 1996, p. 205 ss.; F. Thépot, *Interlocking Directorates in Europe: An Enforcement Gap?*, cit., spec. pp. 192–193.

alla *Section* 8 del Clayton Act — lasciando così sostanzialmente inevaso il problema delle reti relazionali e organizzative tra imprese concorrenti — negli Stati Uniti si assiste, al contrario, a un significativo irrigidimento dell'enforcement antitrust.

Non si tratta soltanto della rinnovata applicazione della *Section* 8 nei confronti degli interlocking directorates in senso classico. Come si è visto, la FTC e il DOJ stanno progressivamente tentando di estendere l'attenzione anche verso quelle più ampie reti di *managers*, *advisors*, *representatives* e soggetti riconducibili ai medesimi fondi che, pur senza dar luogo a identità soggettive perfette tra amministratori, possono nondimeno ridurre la distanza strategica tra imprese concorrenti. È precisamente in questa prospettiva che acquistano significato le recenti teorie in materia di *deputization*, *indirect interlocking* e *private equity representation*, nonché il crescente ricorso alla *Section* 5 del *FTC Act* quale strumento volto a intercettare forme di coordinamento e influenza che sfuggono alle categorie tradizionali dell'intesa e della concentrazione.

Naturalmente, si tratta di sviluppi che sollevano a loro volta problemi delicati e che rischiano talvolta di estendere eccessivamente il perimetro del controllo antitrust, soprattutto laddove il concetto di interlocking finisca per sovrapporsi indistintamente a quello di common ownership o di mera prossimità organizzativa. Nondimeno, ciò che qui interessa sottolineare è un dato più generale: mentre gli Stati Uniti sembrano oggi reagire al capitalismo finanziarizzato soprattutto attraverso un progressivo ampliamento delle teorie sostanziali del danno antitrust — valorizzando *serial acquisitions*, *common ownership*, *indirect interlocking* e coordinamento organizzativo — l'esperienza europea appare orientata principalmente verso un rafforzamento degli strumenti procedurali e informativi volti a rendere maggiormente visibili le strutture decisionali e le strategie cumulative di consolidamento poste in essere dai fondi. Rimane tuttavia vero che, su entrambe le sponde dell'Atlantico, i sistemi antitrust continuano a incontrare difficoltà significative sia nel cogliere tempestivamente i fenomeni di coordinamento, sia nel vedere *ex ante* i casi di consolidamento, che si sviluppano gradualmente attraverso reti organizzative, partecipazioni parallele e acquisizioni individualmente poco significative.

E forse è proprio questa la conclusione che merita di essere evidenziata. La concorrenza tra ordinamenti, evocata dalla riforma del TUF quale strumento per attrarre capitali e rendere più efficiente il mercato finanziario nazionale, rischia talvolta di produrre un effetto paradossale: quello di trasformare la tutela della concorrenza tra imprese in una variabile recessiva della competizione regolatoria. Ma l'esperienza statunitense mostra, al contrario, che mercati finanziari profondi, dinamici e innovativi possono convivere con un controllo antitrust rigoroso delle strutture relazionali e organizzative capaci di attenuare l'autonomia competitiva delle imprese. In altri termini, non sembra affatto dimostrato che l'antitrust faccia male alla finanza; è forse più corretto sostenere che una finanza efficiente e credibile richieda anch'essa, soprattutto nelle sue forme più evolute, mercati effettivamente competitivi, trasparenti e caratterizzati da centri decisionali realmente indipendenti.

Il sistema dei rimedi e le sue funzioni: tra deterrenza, proporzionalità ed efficienza del mercato

Mirella Pellegrini
Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
LUISS

Sommario: 1. I lavori nella Commissione per la riforma del Testo Unico della Finanza. – 2. Le conseguenze sui contratti finanziari in caso di violazioni delle regole di condotta alla luce degli obiettivi sottesi alla riforma del Testo Unico *in itinere* e degli orientamenti giurisprudenziali. – 3. L'espansione dello spazio discrezionale del giudice nella scelta del rimedio applicabile e il criterio di proporzionalità funzionale della Corte di Giustizia. – 4. Il rimedio come scelta di *policy*. – 5. Conclusioni.

1. I lavori nella Commissione per la riforma del Testo Unico della Finanza

Buon pomeriggio a tutti, consentitemi un ringraziamento ai professori Rossano e Sartori per aver organizzato questo incontro e per l'ospitalità in questa meravigliosa Napoli il cui splendore non smette mai di emozionarmi.

Entrando nel merito del tema oggetto del convegno, intendo dedicare queste mie brevi riflessioni al metodo impiegato e agli obiettivi che abbiamo perseguito nell'ambito dei lavori della Commissione presso il MEF per la revisione del Testo Unico della Finanza, mettendo in risalto come tale progetto di riforma ben si inserisca nel contesto delle proposte europee sui mercati dei capitali (prima *Capital Markets Union*, ora *Savings and Investment Union*) e sottolineando alcuni punti critici che ancora meritano attenzione – specialmente in relazione al rapporto tra disciplina domestica e indicazioni provenienti dalla giurisprudenza comunitaria.

Come noto, il progetto di riforma è stato arricchito da una pluralità di *input* dell'accademia, delle Autorità e degli altri *stakeholders* ed è funzionale a rendere il mercato dei capitali effettivamente più attrattivo ed efficiente: l'intenzione era di non limitarsi all'eliminazione di regole eccessivamente restrittive e alla riduzione degli oneri amministra-

tivi in un'ottica di semplificazione, ma anche di promuovere presìdi di tutela più "leggeri" (ed in quanto tali più efficaci) e una maggiore certezza del diritto a livello prescrittivo.

Tutto ciò, con l'obiettivo di non scoraggiare gli investitori rendendo chiare le regole applicabili e i rimedi disponibili (eventualmente, anche escludendo espressamente rimedi di *private enforcement* che potevano risultare controproducenti per l'operatività del sistema).

In tal senso, la già menzionata apertura del dibattito a diversi operatori del diritto è stata volta a sollecitare contributi che consentissero di utilizzare la leva normativa[01] con modalità innovative, in modo da fronteggiare problemi ormai noti e consolidati nel tempo.

Le sottocommissioni, valutando criticamente il proprio lavoro, si sono domandate se rispondesse alla effettiva *intentio legis* del regolatore offrire dei criteri guida talmente espansivi (e puntuali) da poter giungere, in alcuni casi, a condizionare o guidare l'interpretazione delle disposizioni che verrà data dalla giurisprudenza, con un approccio volto a disciplinare ogni possibile casistica.

Guardando ai lavori che, nello specifico, hanno interessato il gruppo del quale ho fatto parte, il riferimento alla certezza del diritto quale criterio fondante dell'attività legislativa ci ha indotto quindi alla prudenza, evitando di pervenire a risultati che forse avrebbero potuto travalicare l'effettiva portata disciplinare delle disposizioni contenute nella legge capitali; inoltre, abbiamo valutato anche l'introduzione di meccanismi "pionieristici", finalizzati a garantire una migliore tutela agli investitori più vulnerabili. Nel far ciò è stato tuttavia necessario considerare come qualunque forma di tutela integrativa introdotta su base nazionale si esponga sempre al rischio di diventare un'ulteriore forma di *goldplating*, con l'effetto di ridurre – anziché aumentare – l'attrattività dei mercati nazionali.

Tali considerazioni mettono in evidenza come lo "spazio di manovra" della riforma si sia rivelato meno ampio di quanto potesse apparire sulla base della lettura della legge delega[02], non tanto per il rischio di fuoriuscire dai limiti consentiti dalla legge delega, ma perché l'adozione di approcci di tutela innovativi – pure in astratto ipotizzabile – rischia sempre di tradursi in un appesantimento degli oneri per i partecipanti al mercato (nazionale), con risultati potenzialmente pregiudizievoli per l'ordinamento italiano, nell'ottica della "concorrenza tra gli ordinamenti".

A ciò aggiungasi che non tutti i temi di cui abbiamo discusso nelle sottocommissioni sono visibili nell'articolato che è stato approvato a fine marzo. Per alcuni relativi al "Tavolo Mercati", nonostante la riflessione sia stata approfondita, si è deciso di ponderare

01 Per ridurre gli oneri e i vincoli che rendono più gravoso l'accesso delle imprese, soprattutto le PMI, al finanziamento di mercato (piuttosto che al più costoso finanziamento bancario) al contempo senza attenuare le tutele dei risparmiatori-investitori.

02 V. art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21.

ulteriormente la tematica per il forte impatto che avrebbero potuto avere sul fragile equilibrio raggiunto tra le varie istanze in sede giurisdizionale.

A dire il vero, auspico di tornare ad occuparcene nel contesto dei lavori del comitato scientifico che supporta la Cabina di Regia, che è appena stato avviato.

2. Le conseguenze sui contratti finanziari in caso di violazioni delle regole di condotta alla luce degli obiettivi sottesi alla riforma del Testo Unico *in itinere* e degli orientamenti giurisprudenziali

Avendo i precedenti relatori affrontato le tematiche principali di cui allo Schema di decreto legislativo, ho scelto come angolo visuale quello dei servizi d'investimento e, in particolare, delle conseguenze di eventuali violazioni delle regole di condotta sui contratti finanziari.

Uno dei grandi assenti nel decreto è, infatti, proprio la disciplina sui rimedi applicabili a fronte della violazione delle regole di condotta[03]. Ciò non perché non sia chiaro che il tema rappresenti un punto rilevante, ovvero perché non ci sia stato il dibattito nei due anni trascorsi dalla legge delega; la ragione è riconducibile piuttosto all'esigenza di non aggravare i problemi di equilibrio tra diverse esigenze, istanze e interessi.

Nell'ambito delle attività della commissione di riforma del TUF, il dibattito sulla revisione delle "regole in materia di attività di investimento privato - per favorirne la massima diffusione, garantendo la correttezza e l'adempimento degli obblighi informativi a tutela degli investitori" (art. 19 comma 2, lett. d, Legge Capitali) - si è mosso nella direzione di comprendere come dovesse interpretarsi l'attuale *status* degli obblighi informativi in un mercato, come quello finanziario, dove da tempo si discute sulla opportunità di rendere strutturali tali elementi ai fini delle determinazioni dell'investitore e, di conseguenza, sulla individuazione del regime giuridico rimediale da applicare a fronte della loro violazione.

Si tratta di una tematica che, pur oggetto di esame risalente da parte della dottrina e della giurisprudenza, risulta di particolare rilievo alla luce degli ondivaghi orientamenti che si sono susseguiti negli anni ultimi anni i quali, dunque, hanno sollecitato una riflessione nell'ambito della commissione con l'intento di trovare una sintesi efficace, che potesse offrire risposte chiare al mercato.

Nel bel convegno organizzato lo scorso anno dal Prof. Sacco Ginevri all'Università Roma Tre[04] mi sono concentrata principalmente sulla rilevanza della scelta dell'assetto rimediale più adeguato in presenza di una violazione degli obblighi informativi, consideran-

03 Per una ricostruzione in prospettiva storica e comparata v. M. Ruffert, *Rights and Remedies in European Community Law: A Comparative View*, in Common Market Law Review, 1997, p. 307 e ss.

04 Gli atti del Convegno atti sono pubblicati in A. Sacco Ginevri (a cura di), *Princìpi di riforma del Testo Unico della Finanza*, Milano, 2026.

do tanto l'effettività della tutela quanto l'obiettivo della *burden reduction*.[05] Oggi vorrei fare un passo ulteriore e contestualizzare gli elementi di questo dibattito alla luce degli obiettivi che la riforma del Testo Unico impongono di adottare - nonché in relazione agli sviluppi giurisprudenziali intervenuti in sede nazionale ed europea.

Nel dibattito nazionale sui rimedi a fronte della violazione delle regole di condotta, il punto di partenza obbligato, nell'ordinamento nazionale, è costituito dalle storiche pronunce delle Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725 - le cd. sentenze Rordorf – le quali, in adesione alla risalente distinzione dogmatica tra regole di validità e regole di condotta hanno chiarito come «unicamente la violazione di norme inderogabili concernenti la validità del contratto è suscettibile di determinarne la nullità e non già la violazione di norme, anch'esse imperative, riguardanti il comportamento dei contraenti, la quale può essere fonte di responsabilità».

Tale dicotomia, peraltro, non ha un riscontro in termini tassativi nella disciplina normativa nazionale ed europea, trattandosi di una nozione dottrinale la cui tenuta è stata messa più volte in discussione. È proprio a fronte di tali incertezze che la giurisprudenza ha mostrato approcci oscillanti per cui, anche in seno alla Commissione di riforma del TUF, si è ragionato sul rimeditare la disciplina in questione.

Difatti, la granitica distinzione tra regole di validità e comportamento è entrata in progressiva tensione con gli sviluppi giurisprudenziali più recenti. Il caso più significativo è quello degli strumenti di tutela esperibili in presenza di contratti derivati i quali, com'è noto, sono utilizzati principalmente per coprirsi dai rischi di mercato in quanto il loro valore non è autonomo, ma deriva dall'andamento del prezzo di un'attività sottostante (es. azioni, indici, valute, materie prime o tassi di interesse) - privi dell'indicazione relativa al *mark to market*, ai criteri di calcolo o agli scenari probabilistici.

A riprova di ciò la stessa Corte di Cassazione, a Sezioni Unite, in occasione della sentenza n. 8770 del 12 maggio 2020, ha ritenuto applicabile il rimedio della nullità a quei contratti derivati nei quali l'omessa informativa in merito ai cd. scenari probabilistici - non consentendo all'investitore di conoscere preventivamente i profili di rischio sottesi all'operazione - determina una carenza che investe una parte essenziale dell'accordo, incidendo sulla struttura stessa dell'oggetto del contratto. In termini analoghi si sono espresse, più di recente, Cass. SS.UU. n. 5657 del 23 febbraio 2023 e, da ultimo, Cass. I sez. civ., ordinanza n. 4076 del 17 febbraio 2025.

Più di recente la Corte di Cassazione, con le ordinanze 2262 e 2358 del 2026, rafforza un passaggio cruciale: l'alea nei derivati è razionale solo se quantificabile *ex ante*. Ne consegue che *mark to market* e distribuzioni probabilistiche non sono elementi accessori, ma condizioni necessarie per rendere il rischio intelligibile e condiviso tra le parti nonché per assicurare una causa meritevole. In assenza, il contratto si svuota di

05 Mi sia consentito il rinvio a M. Pellegrini, *Regole d'investimento e rimedi nella prospettiva della* burden reduction, in A. Sacco Ginevri (a cura di), op. ult. cit., p. 205 ss.

contenuto economico[06]. Tali pronunce sembrano attenuare il rigore precedente della giurisprudenza che sanzionava di nullità qualsiasi contratto privo degli elementi indicati dalle Sezioni Unite, e distinguono invece tra derivati "complessi" e "semplici" (*plain vanilla*), calibrando gli obblighi informativi rispetto al caso specifico[07], così ridefinendo il confine tra contenuto essenziale del contratto e obblighi informativi.

Come correttamente osservato, sul piano sistemico questo orientamento rafforza la tutela dell'investitore e del contraente non finanziario, ma pone interrogativi sul grado di armonizzazione con gli altri ordinamenti europei, nei quali gli stessi requisiti restano generalmente confinati nell'ambito degli obblighi informativi[08].

3. L'espansione dello spazio discrezionale del giudice nella scelta del rimedio applicabile e il criterio di proporzionalità funzionale della Corte di Giustizia

È evidente come le Corti si siano, nel corso del tempo, attribuite un ampio spazio valutativo nel definire ciò che costituisce elemento strutturale del contratto, e dunque rilevante a fini di validità. Ciò ha l'effetto di determinare l'invalidità del contratto a fronte della violazione di obblighi che venivano ritenuti meramente informativi.

La linea di confine risulta talmente labile, in quanto dipendente da valutazioni sostanzialmente interpretative, che si è parlato di una progressiva "giurisdizionalizzazione" del diritto[09] dei rimedi: un'espansione dello spazio discrezionale del giudice nella scelta del rimedio applicabile, con conseguente compressione della certezza della *rule of law* e aumento dell'incertezza sistemica per gli operatori. Caratteristiche che certamente costituiscono un fattore negativo di competitività dell'ordinamento nazionale (e che dunque si pongono in contrasto con gli obiettivi della riforma).

06 M. Minenna e U. Patroni Griffi, *Derivati, La Cassazione sigla la convergenza tra diritto ed economia*, articolo apparso su Il Sole 24 Ore del 3 aprile 2026, disponibile al seguente link https://ntplusfisco.ilsole24ore.com/art/derivati-cassazione-sigla-convergenza-diritto-ed-economia-AIJIH3KC.

07 A. Ferraguto e E. Varisco, *L'evoluzione giurisprudenziale in materia di contratti derivati OTC*, in Nonsolodirittobancario.it, 17 marzo 2026 ove gli A. precisano che l'ordinanza n. 2358/2026 della Corte di Cassazione assume rilevanza pratica specificando che "*la necessità che l'accordo tra intermediario e investitore concerna anche la misura dell'alea, attenendo … al profilo della meritevolezza del contratto e non già alla determinabilità del suo oggetto, non richiede che le informazioni rilevanti ai fini dell'apprezzamento dell'alea siano inserite all'interno del contratto e facciano parte di questo, essendo sufficiente che all'investitore siano state somministrate le opportune informazioni*".

08 U. Patroni Griffi e M. Minenna, Dall'alea "razionale" alla causa concreta del derivato, su nonsolodirittobancario.it, 12 marzo 2026, p. 4, disponibile al seguente link https://www.dirittobancario.it/art/dallalea-razionale-alla-causa-concreta-del-derivato/, i quali precisano altresì che per la Cassazione "l'esplicitazione di mark to market e scenari probabilistici non contrasta con le direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE, ma rappresenta una declinazione funzionale all'esigenza di assicurare un'alea razionale e una causa meritevole".

09 S. Pagliantini e R. Pardolesi, *Ascensione e caduta del creativismo interpretativo: vizi e virtù, all'ombra della clausola penale, di un Titano liberato,* in Id. (a cura di) Frammenti di un diritto civile in movimento – Sentenze scelte per un anno, Piacenza, seconda ed., 2025, p. VII e ss.

Una chiave di lettura può, in tal senso, essere offerta dall'analisi della giurisprudenza europea: difatti, collocare il tema in esame in una prospettiva – al contempo - nazionale ed europea impone di adottare una visione più funzionalistica e meno dogmatica.

Nella giurisprudenza della Corte di Giustizia, la questione del rimedio applicabile non si pone nei termini di una tassonomia predefinita – e quindi di esatta corrispondenza tra violazione di una tipologia di regole e un preciso rimedio - bensì guarda all'interesse tutelato, in una prospettiva teleologicamente orientata. Ciò ove si consideri, in primo luogo, l'efficacia e la forza deterrente dello strumento prescelto.

In questa prospettiva deve leggersi la giurisprudenza della Corte di Giustizia (*Genil 48 SL c. Bankinter SA* del 30 maggio 2013, causa C-604/11)[10], nella quale la Corte ha affermato che, in assenza di una disciplina UE specifica, spetta agli ordinamenti nazionali stabilire le conseguenze rimediali della violazione delle regole di condotta MiFID, purché nel rispetto dei principi di equivalenza ed effettività[11].

In sostanza, il vincolo europeo si pone come un limite esterno, in quanto riconosce che i rimedi nazionali sono liberi nella loro configurazione, ma non possono rendere eccessivamente difficile o praticamente impossibile l'esercizio dei diritti riconosciuti dall'ordinamento dell'Unione. Più di recente, la Corte di Giustizia (C755/22), con sentenza del 11

10 S. Grundmann, *The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law*, in *European Review of Contract Law,* 2013, p. 267. Un'ampia analisi sul tema è svolta da F. Della Negra, *Financial Services Contracts in EU Law*, Oxford, 2023, p. 179 e ss. il quale ritiene che la pronuncia si ponga in linea con il principio *ubi jus, ibi remedium*. Difatti, se le regole di adeguatezza e appropriatezza attribuiscono un diritto individuale all'investitore è necessario che sia reso disponibile un rimedio privatistico al fine di garantire la piena tutela del diritto. E le relative condizioni di esercizio dovranno essere governate dal principio di equivalenza ed effettività. Al riguardo, cfr. M. Andenas e F. Della Negra, *Between Contract Law and Financial Regulation: Towards the Europeanisation of General Contract Law*, in European Business Law Review, vol. 28, n. 4, 2017, p. 499 e ss. e, in part., p. 511; per una lettura più cauta della pronuncia, si veda O.O. Cherednychenko, *Contract Governance in the EU*, in European Law Journal, vol. 21, n. 4, 2015, p. 505 e ss.

11 Difatti, ove il diritto UE conferisca diritti agli individui, il diritto nazionale deve garantire loro di poter disporre di rimedi efficaci ed equivalenti per far valere tali diritti. Si veda, al riguardo, N. Reich, *Horizontal Liability in EC Law – Hybridisation of Remedies for Compensation in Case of Beach of EC Rights*, in Common Market Law Review, vol. 44, n. 3, 2007, p. 705 e ss. e spec. 718. Sul principio di effettività rimediale si veda soprattutto G. Vettori, *Il diritto ad un rimedio effettivo nel diritto privato europeo*, in Riv. dir. civ., n. 3, 2017, p. 666 e ss.; Id., voce *Effettività delle tutele* (diritto civile), in Enc. dir., Ann. X, Milano, 2017, p. 381 e ss.

gennaio 2024[12], ha fornito indicazioni di merito, ribadendo il rilievo della violazione degli obblighi di valutazione del merito creditizio sulla struttura del rapporto contrattuale, in una prospettiva coerente con il riconoscimento, operato dalla giurisprudenza nazionale, della potenziale natura endocontrattuale degli obblighi di informazione attiva. In questo senso si era già pronunciata la Corte di Cassazione[13], la quale ha rilevato che l'assolvimento degli obblighi di informazione attiva e di adeguatezza costituisce il "ponte endocontrattuale di passaggio" tra la funzione di investimento espressa dal contratto quadro e i singoli investimenti realizzati attraverso gli ordini[14].

Del resto, anche la giurisprudenza in materia di clausole abusive e quella in tema Euribor manifestano eloquentemente come la Corte di Giustizia abbia ripetutamente privilegiato il rimedio più dissuasivo[15]: le corti europee hanno dato nel corso del tempo indicazioni univoche su una necessità di deterrenza (sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive), criterio che è certamente più lontano dalla nostra sensibilità civilistica, orientata alla compensazione piuttosto che alla sanzione.

Questi elementi consentono di cogliere con maggiore precisione la logica sottesa all'approccio europeo e forniscono indicazioni utili ai nostri fini.

In tale prospettiva, l'autonomia riconosciuta agli ordinamenti nazionali nella configurazione dei rimedi non è piena come potrebbe apparire *prima facie*, ma funzionalmente condizionata: per quanto il diritto dell'Unione non imponga modelli rimediali tipici, richiede che la violazione delle regole di condotta non resti priva di conseguenze effettive. Su questo terreno, la giurisprudenza europea valorizza, peraltro, il collegamento

12 Nell'ambito di tale pronuncia, la Corte ha valutato conforme al diritto dell'Unione sanzionare l'errata valutazione del merito del credito con la nullità del contratto di credito, e ciò anche se il contratto sia già stato eseguito e il consumatore non abbia subito alcun danno da tale violazione. La Corte ha ricordato che l'obbligo di valutare il merito creditizio del consumatore, previsto dall'art. 8 della direttiva UE 2008/48, mira a tutelare i consumatori dal rischio di sovraindebitamento e di insolvenza mirando alla realizzazione degli obiettivi della Direttiva. Gli articoli 8 e 23 della direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE del Consiglio, devono essere interpretati nel senso che: essi non ostano a che, qualora il creditore abbia violato il suo obbligo di valutare il merito creditizio del consumatore, tale creditore sia sanzionato, conformemente al diritto nazionale, con la nullità del contratto di credito al consumo e la decadenza del suo diritto al pagamento degli interessi convenuti, anche quando tale contratto sia stato integralmente eseguito dalle parti e il consumatore non abbia subito conseguenze pregiudizievoli per effetto di tale violazione.

13 Cass. civ., Sez. I, n. 24648 del 16 agosto 2023, la quale precisa che in questa «cinghia di trasmissione», consiste la protezione sostanziale che il sistema vigente viene ad assicurare all'investitore".

14 Più ampiamente sul punto v. A. Dolmetta, *La valutazione del merito del credito nell'accesso al servizio. La prospettiva del contratto d'impresa*, in Banca borsa tit. cred., n. 3, giugno 2023, p. 307 e ss.

15 Si veda, ad esempio, la pronuncia Corte di giustizia dell'Unione europea (Prima Sezione), Sentenza 14 marzo 2013, *Mohamed Aziz c. Caixa d'Estalvis de Catalunya* (Causa C-415/11), ECLI: EU:C:2013:164.

diretto tra la regola violata e la posizione giuridica del soggetto che invoca tutela. Così, nelle sentenze *Kantarev* (C-571/16) ed *Euromin Holdings* (C-735/19) la tutela è stata riconosciuta in ragione dell'incidenza concreta della violazione sulla sfera giuridica dell'interessato. Il criterio guida che ne risulta pone specifica attenzione all'impatto concreto della violazione sulla posizione del soggetto.

Tale impostazione non opera tuttavia in modo uniforme: la Corte di Giustizia impone infatti una lettura differenziata delle regole di condotta, in funzione della loro diversa intensità protettiva: non tutte le violazioni giustificano le medesime conseguenze rimediali, ma richiedono soluzioni proporzionate alla funzione svolta dalla singola regola nel sistema. Una conferma di tale conclusione si rinviene nel confronto tra le pronunce rese nei casi *TÜV Rheinland* (C-219/15) e *Mercedes-Benz Group AG* (C-100/21)[16], ove la Corte distingue tra situazioni in cui il collegamento tra obbligo e posizione del soggetto è molto indiretto – e dunque viene negata la tutela - e ipotesi in cui esso assume carattere diretto, giustificando il riconoscimento della tutela. Si dà spazio, quindi, ad un criterio di proporzionalità funzionale.

Posto che la definizione delle conseguenze di una violazione resta ancora affidata agli ordinamenti nazionali, la giurisprudenza europea ci offre un quadro di principi che ne orienta in modo significativo l'interpretazione. Se, da un lato, ciò consente flessibilità, dall'altro ci espone a un elevato grado di incertezza: il diritto europeo, pur non imponendo modelli rimediali tipici, e lasciando flessibilità alle corti, richiede che essi siano effettivi, accessibili e funzionalmente coerenti[17], ponendo così uno standard minimo che, lungi dall'essere neutro, esercita una funzione orientativa per gli operatori economici.

Tale approccio è, dunque, compatibile con la certezza del diritto nella misura in cui i principi di effettività, proporzionalità e dissuasione operino come criteri-guida sufficientemente prevedibili.

4. Il rimedio come scelta di *policy*

Queste brevi riflessioni devono ricordarci che, nel ragionare sull'assetto rimediale, la dimensione europea non può essere omessa.

Al contempo, va sottolineato che la circostanza che vi sia una competenza legislativa degli Stati membri a stabilire le conseguenze rimediali in caso di violazione delle regole di condotta ha lungamente prodotto, negli interpreti nazionali, una sorta di "resistenza"[18] a misurarsi con il complessivo *framework* regolatorio europeo. Ciò determina nella pratica il rischio concreto che il meccanismo rimediale non risulti pienamente allineato agli obiettivi regolatori di matrice sovranazionale e che si continui ad assistere - a

16 S. Grundmann, *European Contract Law and Regulation*, in Eur. Rev. Contract Law, vol. 21, n. 1, 2025, p. 18, 40.

17 G. Vettori, *Il diritto ad un rimedio effettivo nel diritto privato europeo*, op. cit., p. 666 e ss.

18 V. F. Della Negra, *I rimedi per la violazione delle regole di condotta Mifid II: una riflessione di diritto UE*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 2020, I, 700 e ss.

fronte dell'armonizzazione delle regole – a conseguenze della loro violazione che non solo restano affidate alla discrezionalità dei singoli ordinamenti (e spesso, a soluzioni creative della giurisprudenza), ma che potrebbero – nella loro interpretazione del diritto vivente – non avere le caratteristiche di effettività, dissuasività e proporzionalità.

Anche nell'ottica delle future riforme il prossimo obiettivo sarà quello di coniugare l'esigenza di razionalizzazione operativa con la coerenza dogmatica richiesta dall'assetto nazionale, tentando così di trovare una soluzione che, pur operando in continuità con le categorie del diritto interno, sia recettiva dell'approccio europeo: affrontare il tema dei rimedi non come mera questione tecnica di classificazione dei vizi contrattuali, ma come scelta di politica del diritto con rilevanti ricadute sul funzionamento del mercato[19]. Il rimedio civilistico, è bene ricordarlo, non è neutro rispetto agli obiettivi dell'ordinamento: attraverso di esso si possono perseguire finalità di *policy*, orientando il comportamento degli operatori economici a fronte della minaccia di conseguenze significative, idonee ad incidere anche sulla stabilità del complesso degli assetti negoziali con la clientela.

Mi spiego meglio: la logica a fondamento delle medesime - che poi è la stessa che connota la posizione delle banche nel contenzioso *Euribor*[20] - riguarda la scelta del rimedio: è, questo, un tema con significative ripercussioni dal punto di vista degli incentivi operativi. L'applicazione di un rimedio invalidatorio (per es. la nullità) incide sull'attitudine del mercato perché rende sistemico l'impatto del riscontro di un vizio, dato che la nullità investirebbe in automatico tutti i contratti dello stesso tipo conclusi dalla banca.

Di conseguenza, la scelta del rimedio non può rispondere (solo) ad esigenze di coerenza dogmatica, ma deve necessariamente tenere presente gli effetti che produce. Diventa, quindi, una scelta di *policy*, prospettiva questa che da sempre è difesa dalle corti europee.

La dimensione rimediale assume infatti oggi valenza non soltanto restitutoria o deterrente, ma altresì conformativa degli assetti di mercato: ne consegue che le tecniche di gestione dell'inadempimento devono essere analizzate anche in funzione degli obiettivi regolatori che esse concorrono a perseguire. Tale prospettiva teleologica deve tuttavia confrontarsi - e in tale confronto risiedono le principali linee di tensione tanto tra dottrina e giurisprudenza quanto nel dialogo tra corti nazionali e giudice europeo - con l'esigenza di preservare la coerenza interna del sistema dogmatico e il radicamento nelle

19 Sul tema v. D. Foà, *Tutela dell'investitore ed efficienza dei rimedi*, in A. Brozzetti, G. Luchena, A. Urbani (a cura di), *Diritto, economia e governo dei mercati* regolati. *Liber Amicorum di Antonella Antonucci*, Cacucci, 2026, p. 436ss.

20 Cfr. G. Guizzi, *Manipolazione dell'Euribor e nullità dei contratti di finanziamenti a tasso variabile: "ci risiamo"!*, in Riv. dir. banc., n. 1, 2024, p. 29 e ss.; A. Gentili, *Sulla tutela del cliente nel 'contratto a valle' (il caso Euribor)*, in Riv. dir. banc., n. 1, 2024, p. 19 e ss.

tradizioni giuridiche dei singoli ordinamenti nazionali.[21]

5. Conclusioni

Mi avvio alle conclusioni, non potendo in questa sede richiamare, per mancanza di tempo, i *pro* e i *contro* delle due tipologie principali di rimedi (risarcitori e caducatori)[22].

A prescindere dalle scelte che si intenderà operare sull'applicazione di rimedi di un tipo o dell'altro, un elemento appare infatti irrinunciabile: la certezza del diritto, e dunque la prevedibilità dei rimedi esperibili, rappresenta un fattore primario di competitività. Tale profilo incide direttamente sui costi di gestione del rischio legale per gli intermediari, sui costi di accesso alla tutela per gli investitori e, in ultima analisi, sulla fiducia nel mercato e dovrà essere considerato (e valorizzato) nelle prossime riforme.

Vi è, in questo orizzonte, una prospettiva ulteriore che merita di essere evocata: quella della codificazione del diritto europeo dei mercati dei capitali. Il tema - su cui la riflessione comparatistica si è a lungo espressa[23] - pone in modo ancora più netto la questione dell'assetto rimediale: a prescindere dalle questioni attinenti alla base giuridica, ogni progetto di codificazione deve necessariamente confrontarsi con la scelta di quali regole codificare. Ebbene, in tale contesto, si dovrà decidere se affidare alla disciplina europea anche la definizione delle conseguenze della violazione delle regole di condotta, realizzando quella piena coincidenza tra regole e rimedi oggi mancante ovvero lasciarla – come oggi avviene – al diritto nazionale e quindi, per larga parte, alla discrezionalità dell'interprete esposto alla tensione tra approcci dogmatici e funzionalisti.

Ciò evidentemente porrà l'esigenza di trovare un punto di sintesi tra le diverse tradizioni giuridiche degli Stati membri (non di facile attuazione, e su questo potrebbero svolgere un ruolo significativo le autorità tecniche di vigilanza[24]); mi pare chiaro, anche da quanto emerso nelle relazioni di questi due giorni, che serve uno sforzo importante e molto coraggio, ma non siamo nelle condizioni di perdere un'occasione, fino a quando un'occasione c'è.

Grazie!

---

21 Questi profili sono sottolineati da M. Rabitti, *Gli intermediari finanziari nel contesto attuale dei mercati finanziari: considerazioni "minime" introduttive*, in A. Sacco Ginevri (a cura di), *Princìpi di riforma del Testo Unico della Finanza*, cit., p. 163.

22 In estrema sintesi, il rimedio caducatorio è caratterizzato da una maggiore deterrenza, mentre il rimedio risarcitorio consente la conservazione del contratto e risulta perciò maggiormente modulabile. Per una analisi dei pro e contro di ciascuna categoria di rimedi si rinvia a M. Pellegrini, *Regole d'investimento e rimedi nella prospettiva della* burden reduction, op. cit., p. 212 e ss.

23 R. Veil, a cura di, *Regulating EU Capital Markets Union Volume I: Fundamentals of a European Code*, Oxford, 2024.

24 F. Della Negra, *Financial Services Contracts in EU Law,* op. cit., p. 189 rileva come le autorità di vigilanza sono, in linea di principio, in una posizione migliore rispetto ai clienti al dettaglio per comprendere quando è stato violato un obbligo regolamentare e per raccogliere prove per dimostrare la violazione, ma potrebbero non essere sufficientemente motivati ad avviare azioni di applicazione della legge, sia amministrative che private.

Le tutele nel TUF

Maddalena Semeraro
Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
Università degli Studi "Magna Graecia" di Catanzaro

Sommario*: 1. Il problema. – 2. Rimedi risarcitori vs. rimedi caducatori. – 3. Cassazione e ACF a confronto. –– 4. Rimedi, tutela dell'investitore e tutela del mercato. – 5. Ufficio di diritto privato e inefficacia.

1. Il problema.

La riforma del Testo unico finanziario non è intervenuta sui rimedi, sebbene si sia discusso dell'opportunità di modificare anche l'art. 23 TUF. Il tema è ovviamente amplissimo e sicuramente molto scivoloso. Il tutto si gioca sul delicato bilanciamento tra esigenza di tutela del cliente ed esigenza di garantire una maggiore certezza dei rapporti giuridici, soprattutto al fine di rendere più competitivo il mercato nazionale[01]. Osservazione, questa, scontatissima, cui ne segue un'altra altrettanto scontata e, cioè, che, a seconda di dove si faccia cadere il pendolo, l'utilizzo del rimedio privatistico è più o meno efficace nella prospettiva della regolazione del mercato. Di ciò bisognerebbe tenere conto, poiché si sta parlando di mercati finanziari e, quindi, di tutela risparmio.

Va poi considerato che allo stato attuale l'individuazione del rimedio nei rapporti di investimento è quasi sempre rimessa alla elaborazione giurisprudenziale. In ciò le discipline di derivazione europea in materia di contratti dei mercati regolati vivono lo stesso destino. In assenza di previsioni esplicite di matrice unionale, il legislatore nazionale di rado interviene a colmare la lacuna, affidando l'evocata individuazione all'interpretazio-

* L'Autrice è componente dell'Arbitro per le controversie finanziarie. Le opinioni e i giudizi contenuti nel testo sono espressi a titolo esclusivamente personale.

01 Il tema è stato di recente affrontato a seguito della riforma del testo unico finanziario. Sul punto, da diverse angolazioni, P. Lucantoni, *Dalla* Capital Market Union *al* Saving and Investment Union*: tutela degli investitori e (assenza di) rimedi nella prospettiva eurounitaria*, in A. Sacco Ginevri (a cura di), *Principi di riforma del Testo unico della Finanza*, Milano 2026, 187 ss.; M. Pellegrini, *Regole di investimento e rimedi nella prospettiva del burden reduction*, *ibidem*, 205 ss.

ne dei giudici, i quali si avvalgono dello strumento della integrazione della disciplina di parte speciale con quella di parte generale. Uno dei pochi precetti forniti di sanzione è contenuto proprio nell'art. 23 TUF, il quale prevede la nullità del contratto di investimento (*i.e.* del contratto quadro) nell'ipotesi di mancanza della forma scritta. Ribattezzata come forma informativa, gode peraltro di un regime non del tutto equiparabile a quello consegnatoci dal codice civile[02].

L'individuazione del rimedio a mezzo dell'integrazione spiega assai bene la pluralità e non univocità delle soluzioni accolte nel contesto sovranazionale; tanto più ove esse si leghino alle specifiche tradizioni culturali di ciascun Paese dell'Unione, scontando a monte differenze, anche significative in alcuni casi, di inquadramento teorico delle molte fattispecie[03]. È a tutti noto che le soluzioni divergono o in punto di tipologia del rimedio (risarcimento vs. invalidità) o anche soltanto, a parità di rimedio, con riferimento al regime a esso applicabile (termine di prescrizione).

D'altro canto, esattamente questa pluralità e non univocità aiuta a mettere in campo un ulteriore considerazione, che contribuisce senza dubbio a rendere ancora più complesso, e per questo scivoloso, il ragionamento e che fa direttamente capo al momento della qualificazione: l'integrazione della disciplina speciale con quella di parte generale è cosa buona e giusta, oltre che necessaria, che però deve tenere conto anche delle specifiche ispirazioni dei corpi normativi che si intendono integrare. Specie ove si proceda con riferimento a una disciplina dettata per un mercato regolato. L'art. 23 TUF, come detto, stabilisce la nullità per il contratto di investimento privo della forma scritta. Nondimeno la giurisprudenza insegna che la forma c'è e che il contratto è valido anche qualora manchi soltanto la sottoscrizione dell'intermediario, avendo il documento contrattuale anzitutto la funzione di veicolare le informazioni al cliente[04]. L'imputazione all'impresa degli effetti derivanti dalla dichiarazione contrattuale esternata dal funzionario di banca attraverso la sottoscrizione del documento diventa così irrilevante sul piano del giudizio di validità dell'atto, in chiara distonia con le regole generali del codice civile[05].

---

02 Cass., Sez. un., 16 gennaio 2018, n. 898, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 267 ss., annotata da A. Mirone, *Le Sezioni Unite e il contratto c.d. mono-firma*, *ibidem*, 275 ss.; L. Modica, *Il volto crudele, ma autentico, del formalismo «informativo»*, in *Foro It.*, 2018, I, c. 1283 s. V., anche, A. Tucci, *Una pura formalità. Dalla struttura alla funzione del neo-formalismo contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 543 ss.; C. Robustella, *Trasparenza informativa e vincoli formali nella contrattazione asimmetrica*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2022.

03 In argomento già F. Della Negra, *I rimedi per la violazione di regole di condotta MIFID II: una Riflessione di diritto UE*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 700. V. anche il più ampio F. Della Negra, MiFID II and private law. Enforcing EU conduct of business rules, Oxford, 2019; A. Tucci, *Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 84.

04 V. *retro*, n. 2.

05 Cfr., tuttavia, quanto rilevato sulla relazione tra sottoscrizione e forma dell'atto da M. Maggiolo, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e Prestazione*, in *Trattato* Cicu-Messineo, Milano, 2012, spec. 470 ss.

Tenuti in considerazione tutti questi rilievi, a un ragionamento sull'uso del rimedio privatistico in relazione ai contratti di investimento si può dunque procedere con la consapevolezza che i fattori da tenere in considerazione sono diversi e che:

a) in assenza di un intervento espresso del legislatore europeo è inevitabile il rinvio ai diritti nazionali;

b) il momento della integrazione delle discipline deve tenere conto dell'ispirazione della disciplina speciale. L'interpretazione del dato positivo, il quale dato ricomprende anche la disposizione violata, parte dagli interessi generali da quest'ultima veicolati. L'individuazione della *ratio* della disposizione diventa perciò il presupposto necessario della soluzione interpretativa, influenzando il bilanciamento degli interessi dei contraenti e infine la qualificazione della fattispecie[06].

c) di conseguenza, non basta orientare la scelta in ragione del rimedio che meglio riesce a bilanciare, da una parte, l'esigenza di tutela del cliente e, dall'altra, quella di tutela del mercato, avendo in mente la costruzione che di esso si rinviene nel codice civile. L'esperienza delle nullità di protezione insegna molto[07]. L'individuazione del rimedio è parte della qualificazione, dipendendo dall'esito del bilanciamento presupposto dalla disposizione violata.

Ciò che dunque non bisogna fare è affidare la scelta all'uso, pure ove sapiente, dei tradizionali dogmi che affondano le loro radici nel pensiero classico della dottrina privatistica, oltretutto precostituiti rispetto a discipline pensate con riferimento a mercati molto differenti da quello di cui adesso si sta discutendo. Nessuna utilità può pertanto avere il ricorso alla distinzione tra regole di condotta e regole di fattispecie. È una distinzione risalente, tornata in auge con le Sezioni unite del 2007[08], ma che dogmaticamente non può costituire un ostacolo.

Sono molte le regole di condotta alla violazione delle quali il legislatore ricollega la nullità, specie nell'ambito di corpi normativi direttamente riferibili ai contratti dei mercati regolati. Ciò che è dirimente è piuttosto l'idoneità del rimedio a perseguire al meglio l'interesse generale sotteso alla norma violata. È se questo rimedio è la nullità, *nulla quaestio* pure quando a essere infranta sia una regola di condotta.

---

06 In prospettiva più ampia rispetto a quella del testo F. Denozza, *Il potere economico nel diritto privato relazionale e regolatorio*, Torino, 2026. V. anche le riflessioni di A. Tucci, *Regolazione del mercato e autonomia contrattuale*, in *PA Persona e Amministrazione*, 2025, spec. 40 ss.

07 Sulle nullità di protezione la bibliografia è amplissima. Con specifico riferimento ai mercati regolati, sia consentito rinviare a M. Semeraro, *Le nullità di protezione nel diritto applicato*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia*, 2024, 203 ss.

08 Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, I, 785 ss., peraltro molto commentata in dottrina. Tra i commenti più critici, v. in particolare A. Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss. e D. Maffeis, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, *ivi*, 2008, 403 ss.

Né può costituire un controcanto efficace evocare l'eccezionalità delle menzionate regole. Il ragionamento sarebbe lungo e non è questa la sede per svolgerlo. È perciò forse sufficiente richiamare l'ultima riforma del TUB che ha certificato la bontà di una soluzione avanzata in via interpretativa ma fatta cadere invocando l'eccezionalità della norma che si sarebbe voluta applicare[09] e, cioè, l'estensibilità della previsione contenuta nell'art. 117, comma 6, TUB al credito ai consumatori e al credito immobiliare ai consumatori quando il contratto riporti clausole, tassi, prezzi e condizioni diverse da quelle fornite al consumatore nell'ultimo «Prospetto informativo europeo standardizzato» (PIES).

2. Rimedi risarcitori vs. rimedi caducatori.

Tanto premesso, è noto che l'alternativa della quale si discute è tra rimedio invalidante (che apre a quello restitutorio) e rimedio risarcitorio.

Prima di iniziare ad avanzare qualche soluzione nel merito, va detto che non sembra realistico ipotizzare una scelta secca tra l'uno e l'altro, almeno fino a che non sia la stessa disciplina europea a indirizzare espressamente in tal senso. Proprio perché la qualificazione del fatto è la premessa logica che conduce alla scelta del rimedio, sembra complicato non considerare che i fatti spesso sono diversi e che, esattamente in ragione di tale diversità, possono esprimere, in ipotesi di violazione di norme anche imperative, una carica di disvalore per l'ordinamento non sovrapponibile. Così è, ad esempio, se si pone a confronto la conclusione di un derivato speculativo offerto a fini di copertura con la violazione di una regola che impone un obbligo di informazione o se il confronto lo si faccia tra quest'ultima violazione e l'inadempimento dello specifico obbligo di valutazione dell'adeguatezza – ma anche della appropriatezza – dell'investimento al profilo di rischio del cliente. Insomma, non sembra proprio che in assenza di un intervento normativo chiaro in senso contrario il rimedio possa essere limitato sempre e soltanto o al risarcimento del danno o alla nullità/annullabilità.

Detto questo, è vero che il rimedio risarcitorio può in astratto costituire un giusto compromesso tra le ragioni del rapporto e le ragioni del mercato, poiché non impatta sulla

09 Collegio di Coordinamento ABF, 21 marzo 2019, n. 8049. La controversia riguardava la variazione, da parte dell'intermediario, del tasso di interesse in precedenza comunicato al cliente, senza consegna di un nuovo prospetto informativo sostitutivo del precedente, a pochi giorni dalla conclusione del contratto. A monte della rimessione v'era l'esigenza, prospettata dal Collegio di Milano, di ripensare il trattamento sanzionatorio riservato all'ipotesi *de qua*, considerate anche, da un lato, la nuova disciplina in materia di credito immobiliare e, dall'altro, la non uniformità sul punto delle soluzioni adottate dai singoli Collegi, divisi tra l'applicazione del rimedio risarcitorio e l'accertamento della nullità della clausola *ex* art. 117, comma 7, TUB. Lo stesso Collegio rimettente, preso atto della mancata previsione di un rimedio da parte del legislatore nazionale, proponeva di fare leva sul rinvio contenuto nell'art. 120-*noviesdecies* all'art. 117 TUB, che, realizzando il presupposto di cui all'art. 115 TUB, ne avrebbe consentito l'estensione. In argomento, si rinvia per un ulteriore approfondimento a M. Semeraro, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 687 ss.

negoziazione, lasciando in piedi il vincolo e perciò sottraendo l'intermediario agli effetti restitutori, riuscendo al contempo a compensare il cliente della perdita subita. Questo è vero in astratto, ma assai spesso la dinamica processuale conduce a esiti differenti[10].

A tale proposito, vale la pena ripetere una delle osservazioni fatte in apertura: è difficile operare l'integrazione tra la disciplina di parte generale e quella di parte speciale pensando di potersi appoggiare alla prima senza tuttavia tenere conto delle peculiarità in termini di interessi generali veicolati dalla seconda. Di ciò d'altronde è testimonianza lo stesso art. 23 TUF, il quale espressamente dispone all'ultimo comma che nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere di provare di aver agito con la specifica diligenza richiesta, dovendo perciò il cliente allegare soltanto l'inadempimento dell'intermediario[11].

Restando sullo spinoso tema dell'onere probatorio nei giudizi di risarcimento danno, v'è da considerare che secondo le regole generali dovrebbe spettare all'investitore l'onere di provare sia il nesso di causalità tra condotta posta in violazione della prescrizione normativa e pregiudizio patito, sia il danno. La dinamica processuale tuttavia vede assai spesso un cliente in difficoltà sul piano del relativo assolvimento, specie quando oggetto di prova sia un danno da perdita *chance*[12].

C'è poi un'altra regola – segnatamente quella contenuta nell'art. 1227 c.c. – che può incidere – e spesso incide – sugli esiti del giudizio di risarcimento, comportando un abbattimento del *quantum* dovuto dall'intermediario una volta che la sua responsabilità sia stata accertata. Se l'investitore concorre colposamente alla causazione del danno o non usa l'ordinaria diligenza al fine di neutralizzare danni evitabili, il risarcimento vede una riduzione corrispondente.

È stato giustamente osservato che nella prospettiva del corretto funzionamento del mercato anche il rimedio privatistico può svolgere un ruolo decisivo, nel senso di concorrere a incentivare condotte virtuose da parte degli operatori economici. Esattamente l'analisi congiunta della operatività dei due rimedi conduce questa costruzione teorica a riconosce la maggiore efficienza di quelli invalidanti/restitutori sul piano sia della tutela del cliente, sia del funzionamento del mercato[13].

10 Analiticamente al riguardo F. Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, Torino 201, spec. 123 ss.

11 Ampiamente, sulla collocazione di questa previsione rispetto alle regole generali in materia di onere probatorio M. Maggiolo, *Servizi ed attività di investimento*, cit., 537 ss. Più di recente D. Maffeis, *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato* Cicu-Messineo, Milano, 2024, 395 ss.

12 Cfr., tuttavia, gli orientamenti espressi al riguardo dalla giurisprudenza nazionale. Su questo v. *infra*, § successivo.

13 Per tutti, F. Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., spec. 187 ss., il quale, attraverso un percorso argomentativo acuto, pone in evidenza i limiti del modello della responsabilità contrattuale nella prospettiva del corretto funzionamento del mercato.

Seguendo questa linea di ragionamento, il pendolo dovrebbe cadere sul rimedio invalidante, almeno nelle ipotesi di violazione dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza o dell'appropriatezza dell'investimento. Ciò laddove la giustificazione teorica risiederebbe nella circostanza che ammettere il cliente all'esercizio dell'azione restitutoria nei confronti dell'intermediario garantirebbe la piena tutela del primo, fungendo al contempo da monito per il secondo e inducendolo ad adottare per il futuro condotte conformi alle prescrizioni legali[14].

3. Cassazione e ACF a confronto.

Ragionare *de iure condendo* sulla ipotetica scelta tra rimedio caducatorio e risarcitorio e decidere in un senso o nell'altro come detto presuppone anzitutto una valutazione di coerenza del rimedio rispetto alle *rationes* espresse dalle regole dettate con riferimento ai contratti di investimento. In questa prospettiva, utili spunti di riflessione vengono dal confronto delle posizioni della giurisprudenza di legittimità e degli orientamenti dell'Arbitro per le controversie finanziarie. Ciò, considerato che le scelte interpretative dell'una e dell'altro assai spesso divergono.

Cominciamo dai giudizi di risarcimento danni.

La Cassazione, attraverso il gioco delle presunzioni, agevola l'onere probatorio del cliente poiché:

a) introduce la presunzione del nesso di causalità ed esclude che l'operatività pregressa in strumenti finanziari analoghi a quelli oggetto di impugnazione possa fare pendere le sorti del giudizio a vantaggio dell'intermediario[15];

b) riconosce che in caso di violazione dell'obbligo informativo da parte dell'intermediario il danno consista nell'essere stato posto a carico del cliente un rischio che presumibilmente egli non si sarebbe accollato[16];

b) limita fortemente l'utilizzo del concorso di colpa[17]. Ha ad esempio escluso il concorso di colpa pure in relazione alla condotta tenuta dal cliente, il quale, non aderendo all'offerta di concambio dei titoli argentini, restituiva titoli aventi un valore pari a 0, anziché i titoli di concambio, che avrebbero avuto un valore superiore[18]. Il concorso di colpa è

14 Id., *o.l.u.c.*

15 Tra le altre Cass., 13 marzo 2023, n. 7288; Cass., 11 novembre 2021, n. 33596; Cass., 28 luglio 2020, n. 16126: tutte in *de jure*. Bene esprime l'approccio della giurisprudenza la seguente affermazione di Cass., 22 aprile 2022, n. 12948: «nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli, qualora l'intermediario abbia dato corso all'acquisto di titoli ad alto rischio senza adempiere ai propri obblighi informativi nei confronti del cliente, il danno risarcibile consiste nell'essere stato posto a carico di detto cliente un rischio, che presumibilmente egli non si sarebbe accollato».

16 Così, tra le altre, Cass., 22 aprile 2022, n. 12948, in *de jure*.

17 Ad esempio, Cass., 23 marzo 2023, n. 8353; Cass., 2 novembre 2017, n. 26064; Cass., 13 maggio 2016, n. 9892: tutte in *de jure*.

18 Cass., 19 settembre 2022, n. 27378, *ibidem*.

ammesso soltanto in ipotesi di condotta anomala o gravemente negligente qual è quella, ad esempio, del cliente colluso con il promotore finanziario[19];

Ad agevolare il cliente nell'esercizio della azione risarcitoria concorre infine anche l'orientamento sulla decorrenza del relativo termine di prescrizione, che fissa il *dies a quo* nell'istante in cui il danno diventa percepibile[20].

Di contro, l'ACF:

a) chiede all'investitore la prova del nesso di causalità tra condotta posta in violazione della regola e pregiudizio patito. Non di rado individua nell'operatività pregressa il fatto idoneo a interrompere il nesso tra causa ed effetto[21];

b) utilizza il concorso di concorso di colpa *ex* art. 1227 c.c.;

c) fissa il *dies a quo* nel giorno della sottoscrizione del contratto di investimento, sì da garantire l'esigenza di certezza dei rapporti giuridici, «senza in alcun modo ostacolare l'esercizio dei propri diritti da parte degli investitori»[22].

Il quadro è dunque composito e segnala una giurisprudenza domestica che plasma, e di molto, il regime dell'azione risarcitoria, allontanandolo da quello disegnato dal codice civile, in ciò contrapposta agli orientamenti dell'Arbitro, basati su una interpretazione di stretto diritto delle regole codicistiche[23].

Il dato rilevante che merita di essere segnalato non è l'eccentricità delle scelte interpretative della Cassazione, per certi versi difficilmente conciliabili con le regole generali in materia di responsabilità contrattuale. È invece il risultato in termini di giustizia sostanziale che per questa via si riesce a ottenere.

La giurisprudenza ordinaria infatti costruisce un modello di responsabilità *ad hoc* ad appannaggio dell'investitore, specie ove si pensi all'ampio utilizzo che essa fa della presunzione del nesso di causalità o al limitato ricorso al concorso di colpa. Applicando questo modello, agevola l'investitore nell'esercizio dell'azione risarcitoria, sino ad avvicinare, in termini di rispristino dello *status quo ante*, le conseguenze che derivano dal suo accoglimento a quelle che deriverebbero dall'accoglimento dell'azione restitutoria.

19 Cass., 22 settembre 2015, n. 18612, *ibidem*. In senso analogo, v. il più recente Trib. Milano, 13 aprile 2021, n. 2999, *ib*.

20 Cass., ord., 24 gennaio 2023, n. 2066; Cass., 11 novembre 2021, n. 33596, Cass., 28 luglio 2020, n. 16126: tutte in *de jure*.

21 ACF, 4 settembre 2019, n. 1830; ACF, 3 settembre 2020, n. 2856: entrambe in *www.acf.consob.it*.

22 La massima è ripetuta sovente. Tra le molte, ACF, 26 settembre 2023, n. 6846, in *www.acf.consob.it*.

23 Con particolare riguardo alle contrapposte soluzioni date dalla giurisprudenza e dall'ACF sul dies a quo del termine di prescrizioni v. le acute osservazioni di R. Natoli, *La prescrizione del diritto al risarcimento del danno nei servizi di investimento*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, 311 ss.

Letti in una prospettiva di sistema, questi orientamenti finiscono in definitiva con l'assegnare alla responsabilità contrattuale una spiccata funzione regolatoria.

Sul piano del perseguimento della giustizia del rapporto, la giurisprudenza centra dunque l'obiettivo, espandendo le maglie della tutela risarcitoria attraverso una sostanziale estensione dell'inversione dell'onere della prova agli altri elementi costitutivi dell'illecito contrattuale (danno *in re ipsa* e presunzione del nesso di causalità). *De iure condito*, il fondamento teorico della scelta interpretativa è forse dubbio, specie ove il ragionamento si allarghi a considerare anche il limitato utilizzo dell'istituto del concorso di colpa. Non così dubbio appare invece il suo presupposto concettuale: una sorta di giudizio di incoerenza tra gli esiti della applicazione del modello di responsabilità contrattuale consegnato dal codice civile e le *rationes* di almeno alcune previsioni contenute nella Mifid II.

Cassazione e ACF restano distanti anche sull'uso del rimedio caducatorio. La giurisprudenza domestica ricorre ai rimedi demolitori in ipotesi di derivati OTC[24] e apre al rimedio restitutorio ammettendo la risoluzione dell'ordine di investimento in ipotesi di inadempimento grave da parte dell'intermediario degli obblighi legali discendenti dal contratto quadro[25]. L'ACF parimenti ricorre alla nullità per difetto di causa quando oggetto del contendere sono contratti derivati speculativi offerti al cliente con funzione di copertura, ma esclude la risoluzione del singolo ordine per inadempimento degli obblighi informativi, limitando la tutela al risarcimento del danno[26].

Anche a questo proposito vale quanto detto prima. Le scelte interpretative dell'ACF hanno una base teorica salda nella teoria generale dell'obbligazione e del contratto. Da più parti si è evidenziata la difficoltà di ammettere la risoluzione del singolo ordine quando a rimanere inadempiuto sia un obbligo di fonte legate che integra gli effetti del contratto quadro[27].

---

24 È qui sufficiente ricordare Cass., Sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 44 ss., con nota di U. Patroni Griffi, *Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS*, 60 ss. Ma v., anche, in ipotesi di nullità del contatto quadro per difetto di forma, l'orientamento in materia di nullità selettive: Cass., 4 novembre 2019, n. 28314, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 705 ss., sulla quale G. Guizzi, *Le Sezioni Unite e "le nullità selettive" nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, in *www.dirittobancario.it*, 2019.

25 Tra le tante v. Cass., 27 aprile 2016, n. 8395, in *de jure*, ma soprattutto Cass., 23 maggio 2017, n. 12937, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 393 ss., per ciò che si ricava sul piano del superamento dell'inquadramento tra contratto quadro e singoli ordini di investimento, con la conseguente apertura a una riqualificazione della vicenda in termini procedimentali.

26 ACF, 5 dicembre 2017, n. 138; ACF, 13 dicembre 2017, n. 150, in *www.acf.consob.it*.

27 Seppure sulla base di ragioni teoriche differenti, in questo senso v. almeno F. Galgano, *L'inadempimento ai doveri dell'intermediario non è, dunque, causa di nullità virtuale*, in *Contr. impr.*, 2006, 579 ss.; Id., *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, *ibidem*, 2005, 889 ss.; V. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2006, 896 ss.; G. Guizzi, *Un anno di ACF tra risultati raggiunti e qualche incognita*, in *Corr. giur.*, 2018, spec. 9.

Di nuovo, la Cassazione opera una interpretazione eccentrica rispetto alle regole generali codicistiche. Ma di nuovo, ciò che rileva e che perciò merita di essere segnalato non è il peculiare utilizzo che essa fa del rimedio della risoluzione. Sono invece le ragioni di giustizia sostanziale che la muovono a forzare le regole codicistiche per assicurare un esito della controversia tra intermediario e cliente che davvero sia in grado di rimettere il secondo nella stessa situazione in cui si sarebbe trovato ove l'investimento non ci fosse stato.

4. Rimedi, tutela dell'investitore e tutela del mercato.

Il quadro sinteticamente delineato aiuta a centrare il fuoco del ragionamento esattamente sul profilo che qui più interessa: la coerenza della scelta del rimedio con l'ispirazione della disciplina in materia di negoziazioni in strumenti finanziari.

È oramai chiaro che il rimedio risarcitorio pone quantomeno problemi di quantificazione del danno. D'altro canto, le forzature interpretative della giurisprudenza si giustificano anche in questa prospettiva.

V'è poi da considerare che alla violazione di una regola, il cui esito è il collocamento di uno strumento finanziario la rischiosità del quale non corrisponda all'effettivo profilo di rischio dell'investitore, può anche seguire un danno meramente potenziale. Ciò, laddove l'attualità del danno è presupposto imprescindibile affinché l'azione risarcitoria possa essere accolta[28].

Tutte queste difficoltà come detto sono superate dalla giurisprudenza ammettendo il cliente all'esercizio dell'azione di risoluzione del singolo ordine, sempre che ricorra la gravità dell'inadempimento[29]. L'accoglimento della domanda di risoluzione apre infatti ai rimedi restitutori, consentendo all'investitore, ove ne abbia interesse, di recuperare il valore dell'investimento non voluto.

Senza dubbio la scelta del rimedio risolutorio mette a dura prova la tenuta delle categorie civilistiche. Si ripete: da un lato, viene osservato che l'ordine è un atto giuridico in senso stretto[30]; dall'altro, che la violazione sta comunque a monte e non certo a valle della conclusione del contratto di acquisto dello strumento finanziario[31]. Vero è anche però che, a fronte delle difficoltà di prova in cui potrebbe venirsi a trovare il cliente nel

28 Così, ad esempio, ACF, 14 dicembre 2020, , n. 3248, in *www.acf.consob.it*, che, non ammettendo la risoluzione dell'atto di investimento, si vede costretto a respingere la richesta di risarcimento del danno connesso alla sottoscrizione di obbligazioni – anche subordinate – ancora in possesso del ricorrente, per carenza del requisito dell'attualità del danno, non sussistendo agli atti elementi di provare che facciano presagire il mancato rimborso delle obbligazioni alla relativa scadenza.

29 V. *retro*, nota 24.

30 F. Galgano, *L'inadempimento ai doveri dell'intermediario non* è, *dunque, causa di nullità virtuale*, cit., 579 ss.; Id., *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, cit., 889 ss.; G. Guizzi, *Un anno di ACF tra risultati raggiunti e qualche incognita*, cit., spec. 9.

31 V. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, cit., 896 ss.

corso del giudizio di risarcimento danni, escludere *tout court* il rimedio caducatorio significherebbe nella sostanza rischiare di lasciare impunita la violazione.

Di là dalla percorribilità tecnica del ricorso all'azione di risoluzione, l'approccio della giurisprudenza ordinaria al tema delle tutele del cliente nei mercati finanziari pone in definitiva una questione di fondo, che riguarda anzitutto la tenuta di soluzioni operative che implichino il rischio che un eventuale inadempimento dell'intermediario resti nella sostanza impunito, non essendoci un danno da ristorare o imbattendosi il cliente in significative difficoltà nel fornire la prova, prima, della contrarietà della condotta dell'intermediario alle prescrizioni legali e, poi, del danno; ciò, considerato il ruolo assegnato dalla MIFID II alla regolamentazione del rapporto tra intermediario e cliente, il cui fulcro è rappresentato dall'obbligo del primo di attuare al meglio l'interesse del secondo.

È stato detto che anche alla disciplina della singola transazione è affidata la tenuta del sistema finanziario[32]. È vero che i presidi organizzativi si sono irrobustiti con la *product governance* e la *product intervention* e che il *Saving and investment union* sembra iniziare ad aprire a scelte politiche sui prodotti[33]. Resta nondimeno centrale nel quadro disegnato dal legislatore europeo il ruolo affidato alla disciplina del rapporto, tutta centrata sull'obbligo di cura dell'interesse del cliente, di cui i diversi obblighi di informazione e di adeguatezza costituiscono delle propaggini[34].

In questa prospettiva i piani di interesse sono due, relativi, l'uno, al ruolo di questa disciplina con riferimento alla regolazione del mercato; l'altro, all'influenza del principio costituzionale di tutela del risparmio sulla costruzione del potere negoziale dell'intermediario.

Sul primo piano bastano poche battute. Dopo la crisi finanziaria l'obiettivo del regolatore è consistito nel rafforzamento della fiducia dei clienti nel corretto funzionamento dei mercati finanziari. L'impresa e il contratto sono stati destinatari di una fitta rete di provvedimenti delle Autorità di vigilanza. Con la Mifid I e II si sono moltiplicati gli obblighi di forma e di informazione, assumendo centralità nel contesto delle tutele del cliente gli obblighi di valutazione dell'appropriatezza e della adeguatezza dell'operazione di investimento rispetto al profilo di rischio dell'investitore. Alla specificazione di questi

32 Sul ruolo ricoperto dalla disciplina del contratto nella prospettiva della regolazione del mercato vale ancora quanto già affermato da F. Denozza, *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, in *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, 141 ss.; Id., *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti, in Osservatorio di diritto commerciale*, 2012, 1 ss.

33 F. Denozza, *Il potere economico nel diritto privato relazionale e regolatorio*, cit., *passim*.

34 Come già osservava R. Di Raimo, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, spec. 55 ss.; Id., *Dopo la crisi, come prima e più di prima. (Il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti. Le condotte e i contratti*, Milano, 2013, 37 ss.; Id., *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale, a valle delle crisi d'inizio millennio*, in *Giust. civ.*, 2015, 1106 ss.

obblighi concorre il Regolamento Consob, attuando la norma cardine in materia di servizi di investimento contenuta nell'art. 21 TUF: l'intermediario deve comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

Ebbene, nella prospettiva del regolatore la tutela del mercato passa anche per la tutela dell'interesse del cliente, di cui la disciplina del contratto si fa carico. La tutela del cliente, in altri termini, diventa un obiettivo di sistema la cui attuazione è spesso affidata a un *private enforcement* sempre meno subalterno rispetto al *public enforcement*[35]. La rilevanza degli obblighi organizzativi imposti agli operatori economici sul piano della stessa definizione dell'oggetto della prestazione del servizio di investimento va esattamente in questa direzione[36].

In tale contesto, sembra quanto meno dubbia l'opportunità di restringere il ventaglio dei rimedi a disposizione dell'investitore, puntando soltanto sul risarcimento del danno, per ciò che ne può conseguire sul piano della effettività delle tutele[37].

L'esito del ragionamento non muta se si approccia la questione dal diverso angolo visuale della attuazione del principio costituzionale di tutela del risparmio.

Il mercato finanziario, in quanto mercato regolato, è un ambito nel quale, mutuando le parole di Paolo Grossi riferite alla obbligazione pecuniaria, il «pubblico e il privato si mescono e si confondono»[38]. In questo mercato il potere pubblico assume in prevalenza la forma della regolazione; il potere privato è quello negoziale, il quale, nelle sue modalità di esplicazioni, assai spesso riflette la rilevanza di interessi generali[39]. A valle ci sono poi le tutele; tutele pubblicistiche e privatistiche, la cui classica distinzione sulla base della tipologia di interesse tutelato – è oramai chiaro – è entrata in crisi[40].

---

35 L'evoluzione della disciplina e dell'approccio alle tutele è chiaramente delineata in A. Perrone, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 1 ss.; Id., *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, *ibidem*, 2015, 31 ss.; Id., *Regole di comportamento e tutele degli investitori.* Less is more, *ibidem*, 2010, 537 ss.

36 Per le linee di indirizzo teorico sull'utilizzo dei rimedi privatistici in funzione regolatoria v. le pagine ancore attuali di A. Zoppini, *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, in M. Maugeri e A. Zoppini, *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2010, 10 ss.

37 F. Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., *passim.*

38 P. Grossi, *Ricerche sulle obbligazioni pecuniarie nel diritto comune*, Milano, 1960, 4.

39 In apice c'è il tema della variabilità del fondamento costituzionale dell'autonomia contrattuale: per tutti, P. Perlingieri, *L'incidenza dell'interesse pubblico sulla negoziazione privata*, (1986), in Id., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, 59; R. Di Raimo, *Giustizia e fondamento variabile dell'autonomia negoziale*, in *Dir. lav. merc.*, 2017, 239 ss.; Id., *Ufficio di diritto privato, natura del* «potere» *dispositivo, e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in S. Ciccarello, A. Gorassini e R. Tommasini (a cura di), *Salvatore Pugliatti*, Napoli, 2016, 457 ss.

40 Quanto detto nel testo vale per tutti i mercati regolati. Il tema è affrontato ampiamente in dottrina. Per la dottrina specialistica, con specifico riferimento al mercato bancario, per tutti F. Sartori, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 2 ss.

Ebbene, nella parte del Testo unico finanziario dedicata alla relazione tra intermediario e cliente – e nel Regolamento Consob, che ne specifica i precetti – la disciplina del rapporto è in prevalenza orientata dall'interesse generale a che l'intermediario curi nel miglior modo l'interesse dell'investitore. L'art. 21 TUF impone espressamente che «nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati». In questa logica si spiega assai bene la rilevanza dei giudizi di appropriatezza e di adeguatezza.

In apice c'è dunque la seguente considerazioni: nella scelta del rimedio in ipotesi di violazione delle regole di condotta imposte all'intermediario è quantomeno consigliabile tenere conto che il fondamento costituzionale del potere negoziale di cui dispone l'intermediario va rintracciato nell'art. 47 Cost., rispetto al quale l'art. 21 TUF, che impone l'obbligo di curare al meglio l'interesse del cliente, costituisce attuazione.

La letteratura domestica, d'altro canto, dimostra che il diverso peso attribuito al principio di tutela del risparmio ha condizionato anche la costruzione dei rimedi. Soltanto chi ha letto l'art. 21 TUF unitamente all'art. 47 Cost., abbandonando la classica costruzione del potere di autonomia che fa perno sulla dicotomia tra libertà e autorità nella logica dell'art. 41 Cost., ha qualificato la posizione dell'intermediario in termini di ufficio di diritto privato, così ricostruendone il potere alla stregua di un potere/dovere e attribuendo all'intermediario un dovere generale di cooperazione ai fini della cura dell'interesse del cliente, a prescindere dalle qualità soggettive di quest'ultimo e dalla tipologia di servizio [41].

5. Ufficio di diritto privato e inefficacia.

Quanto osservato sull'approccio del legislatore europeo alla disciplina del rapporto nei mercati finanziari non implica escludere la prospettazione di ipotesi in cui il risarcimento del danno si mostri come il rimedio più acconcio all'assetto di interessi che il rapporto contrattuale esprime a seguito della violazione della regola. Implica invece riconoscere che accanto a queste ipotesi ce ne sono altre in cui l'apertura ai rimedi restitutori si giustifica sul duplice piano della regolazione del mercato e della tutela del cliente e che rinunciarvi determinerebbe una diminuzione sia della forza persuasiva della minaccia del rimedio privatistico, con effetti in potenza negativi in prospettiva di sistema, sia del grado di tutela dell'investitore. Ciò, almeno fino a quando non trovino cittadinanza anche in Europa i danni punitivi.

41 Così R. Di Raimo, *Fisiologia e patologia della finanza derivata*, cit., 55 ss.; Id., *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, cit., 37 ss.; Id., *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale, a valle delle crisi d'inizio millennio*, cit., 1106 ss.; Id., *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., 322 ss. In altra prospettiva, qualifica parimenti l'agire dell'intermediario ricorrendo all'ufficio di diritto privato D. Maffeis, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 779 ss. Id., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in Id. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 3 ss.

Venendo dunque alla ipotetica proposta *de iure condendo*, sul presupposto che in assenza di un intervento del legislatore europeo essa debba essere elaborata alla luce delle categorie interne, conviene ripartire dalla qualificazione del rapporto tra intermediario e cliente in termini di ufficio di diritto privato.

È stato già detto che l'essenza del rapporto intermediario-cliente è la fiducia. Affiancare la fiducia all'obbligo di cura dell'interesse altrui significa porre l'accento sul dovere (*munus*) dell'intermediario di dare attuazione all'interesse del cliente alla cui specificazione lo stesso intermediario coopera[42].

Da questo angolo visuale discendono una serie di corollari: a) sul piano della costruzione della sequenza di atti che conducono all'investimento, l'abbandono della categoria del collegamento negoziale tra contratto quadro e singoli contratti di investimento in favore della diversa categoria del procedimento. Nel c.d. contratto quadro trova piena formalizzazione esclusivamente l'interesse generico del cliente all'investimento, la modalità di specificazione del quale è affidata alla regola contenuta nell'art. 21 TUF[43]; b) guardando alla fase di specificazione dell'interesse del risparmiatore e al ruolo che in essa è svolto dall'intermediario – al cui *munus* è affidata dunque la stessa individuazione dell'interesse – l'inadeguatezza della tradizionale funzione gestoria affidata allo schema classico del mandato, per lo più espressivo di regole di distribuzione del rischio considerabili razionali e ragionevoli soltanto nella prospettiva della riconosciuta capacità di entrambe le parti e, in particolare, del mandante di essere *dominus* del proprio interesse[44]; c) conseguentemente, l'inutilità del principio tecnico di autoresponsabilità ai fini del bilanciamento tra l'interesse del cliente e quello dell'intermediario[45]. Determinate le attitudini all'investimento del cliente e, con esse, le tipologie di investimento che meglio rispondono al relativo interesse, la successiva scelta non è operata in solitudine. Alla sua assunzione coopera l'intermediario fornendo le dovute informazioni sulle caratteristiche dello strumento e sulla sua rischiosità e valutando altresì la sua

42 La ricostruzione in termini di dovere dell'ufficio di diritto privato si deve a S. Pugliatti, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, rist. 1978, Napoli, 23 ss. Testimoni di un differente approccio culturale, ispirato a una netta distinzione tra pubblico e privato, sono le diverse precedenti elaborazioni di A. Cicu, *Il diritto di famiglia (teoria generale)*, Roma, 1914, 120 ss.; F. Messineo, *Contributo alla teoria della esecuzione testamentaria. Critica delle teorie, elementi costitutivi e indole dell'esecuzione*, Padova, 1931, 68 ss.; A. Candian, *Del c.d. "ufficio privato" e, in particolare, dell'esecutore testamentario*, *Temi*, 1952, 379 ss.; F. Carnelutti, *Teoria generale del diritto*, rist. Camerino-Napoli, 1998, 152 ss.

43 Sia consentito rinviare M. Semeraro, The Duty to Inform and Voidable Investment Orders, in ILJ, 2018, 257 ss.

44 Sia consentito di nuovo rinviare a M. Semeraro, *Acquisti e proprietà nell'interesse del mandante*, Napoli, 2011, *passim*.

45 R. Di Raimo, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale, a valle delle crisi d'inizio millennio*, cit., 1106 ss. Attraverso un percorso argomentativo articolato l'a. colloca l'agire dell'intermediario nell'area dell'agire funzionale, sul quale P. Ferro-Luzzi, *L'impresa*, in Aa.Vv., *L'impresa*, Milano, 1985, 19 ss.; P. Spada, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 848.

corrispondenza al menzionato interesse[46].

La qualificazione della posizione dell'intermediario in termini di ufficio muta dunque la prospettiva di indagine, poiché mette al centro anzitutto la valutazione dell'esercizio di una funzione. E consente di individuare nella categoria della inefficacia la risposta più adeguata qualora l'investimento consigliato dall'intermediario – e cioè dallo stesso reputato appropriato o adeguato – non risulti coerente con il profilo di rischio del cliente[47]. Se la valutazione della coerenza della scelta di investimento è rimessa all'intermediario in ragione di quanto disposto dall'art. 21 Tuf, l'esecuzione di un investimento in concreto inappropriato o inadeguato esprime anzitutto una ipotesi di eccesso di potere[48].

Volendo pertanto provare a individuare una linea interpretativa unitaria, che consenta di accomunare sotto il profilo del trattamento rimediale fattispecie tra loro pur differenti, le ragioni teoriche che fondano la qualificazione della posizione dell'intermediario in termini di ufficio di diritto privato spingono ad aprire ai rimedi restitutori per il tramite della categoria della efficacia anzitutto quando l'intermediario non è in grado di motivare la scelta di investimento consigliata al cliente ove ne sia contestata l'adeguatezza o l'appropriatezza.

Un discorso a parte meritano i derivati. Non quelli standardizzati, per i quali vale quanto già detto, ma i derivati *over the counter*.

Il tema è ampio ed è stato toccato anche da due recenti ordinanze della Cassazione[49]. Nell'economia di questo breve ragionamento è forse opportuno limitarsi soltanto a qualche sintetica precisazione sulle sorti dei derivati utilizzati in collegamento con altri contratti, per lo più di finanziamento, nell'ambito di operazioni economiche complesse. Che sono poi quelli che, esattamente nella prospettiva della tutela del cliente, hanno posto i maggiori problemi entro i confini nazionali.

Prima precisazione è che le operazioni economiche entro le quali i derivati vengono utilizzati possono realizzare funzioni differenti; è perciò difficile svolgere un discorso

46 Fa eccezione soltanto l'ipotesi della c.d. mera esecuzione di ordini, sebbene anche rispetto a questo servizio il cliente non sia del tutto sfornito di tutele, poiché deve essere debitamente informato del fatto che l'intermediario procederà all'investimento senza che sia necessario l'adempimento degli obblighi informativi c.dd. passivi.

47 Cfr., tuttavia, R. Lener e 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 tit. cred.*, 2012, 369 ss., i quali ricollegano alla violazione delle regole di adeguatezza esclusivamente rimedi risarcitori.

48 Il ricorso alla inefficacia implica il superamento, in una prospettiva rimediale, della distinzione tra abuso ed eccesso: per tutti, R. Di Raimo, *Fisiologia e patologia dei rapporti*, cit., 77. Sulla base di altri presupposti concettuali, rinviano alla inefficacia anche G. Guizzi, *Un anno di ACF tra risultati raggiunti e qualche incognita*, cit., spec. 9; D. Maffeis, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 420 ss.

49 Cass., 3 febbraio 2026, n. 2262 e Cass., 4 febbraio 2026, n. 2358, in *dirittobancario.it*.

unitario, specie con riferimento ai rimedi. In linea di prima approssimazione si può perciò soltanto affermare che le criticità che l'utilizzo di questi strumenti può manifestare quasi sempre si esprimono o sul piano della relativa funzione – nel senso che il derivato è strutturato in modo da attuare una funzione non coerente con l'interesse che ha mosso il cliente alla conclusione del contratto – oppure sul piano della formazione dell'accordo, quando, ad esempio, il criterio di calcolo del rischio resta impenetrabile per il cliente.

Seconda precisazione è che, proprio con riferimento alle tutele, la tesi della scommessa autorizzata ha dato una grossa mano a semplificare i giudizi sulla validità degli IRS, ancorandoli alla presenza del *mark to market*, degli scenari probabilistici e dei costi impliciti[50]. Tuttavia a ricavare dalla assenza o, viceversa, dalla presenza degli elementi anzidetti la nullità o la validità del contratto si rischia di peccare per eccesso o per difetto. Se ad esempio il derivato è un *plain vanilla* perfettamente aderente, quanto ai suoi elementi, alle caratteristiche del mutuo cui è collegato ed è perciò in grado di realizzare una semplice inversione del rischio di tasso, senza alcun altro effetto, l'assenza del *mark to market* o degli scenari probabilistici non dovrebbe potere incidere sulla sua validità[51]. Di contro, quando ci si trova di fronte a un derivato complesso, rispetto al quale è di difficile intelligibilità il criterio di calcolo del differenziale, non è detto che l'indicazione del *mark to market* o degli scenari probabilistici consentano di reputare sempre superato il vizio del contratto quando dall'analisi della complessiva funzione risulti l'incoerenza della strutturazione del derivato rispetto all'interesse che ha mosso il cliente alla sua conclusione.

Tanto premesso, non è escluso che anche rispetto a queste ipotesi sia possibile ricorrere alla categoria della inefficacia. L'alternativa potrebbe essere al più la nullità per assenza del consenso. Infatti, nelle fattispecie maggiormente problematiche il vizio si annida nella imperscrutabilità del criterio di calcolo[52]; la quale imperscrutabilità, qualora permanga nonostante la consegna degli scenari probabilistici, prospetta una radica-

50 Secondo la nota costruzione è scommessa legalmente autorizzata la scommessa razionale, dove la razionalità è data dalla conoscenza del valore dello strumento finanziario (*mark to market*) e degli scenari probabilistici (possibile andamento del valore dello strumento nel tempo): D. Maffeis, *I contratti del mercato finanziario*, cit., spec. 303 ss. La tesi è stata recepita dalla giurisprudenza: Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, cit., 44 ss.

51 Reputa che il derivato in queste ipotesi costituisca una modalità di determinazione del tasso nell'ambito di un rapporto di mutuo bancario R. Di Raimo, *Dopo le Sezioni Unite: ancora sulla qualificazione e sulla disciplina degli* Interest Rate Swap, in *Nuovo dir. civ.*, 2021, 240 ss. Per altro verso, un derivato così strutturato sarebbe in grado di assolvere una funzione di copertura secondo quando stabilito dalle Comunicazioni Consob nn. DI/98065074 del 6 agosto 1998, DI/99013791 del 26 febbraio 1999 e DEM 1026875 del 11 aprile 2001: M. Semeraro, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap,* in *Riv. dir. banc.*, 2013, 1 ss.

Cfr., inoltre, le recenti ordinanza della Cassazione: Cass., 3 febbraio 2026, n. 2262 e Cass., 4 febbraio 2026, n. 2358, in *dirittobancario.it*.

52 R. Di Raimo, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, cit., 37 ss.; Id., *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale, a valle delle crisi d'inizio millennio*, cit., 1106 ss.

le assenza del consenso e non invece un difetto di causa[53].

53 Noto è l'orientamento giurisprudenziale, poi accolto da Cass. SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, che fa ricorso alla causa in concreto per sanzionare il derivato che non indichi il *mark to market* o gli scenari probabilistici. In mancanza di tale indicazione il derivato sarebbe nullo per mancanza di causa. Non v'è dubbio tuttavia, e il rilevo è stato fatto in dottrina, che il *mark to market* e gli scenari probabilistici non entrano nella causa. La relativa mancanza può perciò soltanto determinare l'assenza di consenso del cliente.

Semplificare regole e vigilanza nei mercati dei capitali: Less is More?

Michela Passalacqua
Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
Università di Pisa

Sommario: 1. "*Doing more to regulate less*": come semplificare. – 2. Meno regole e più *public enforcement*. – 3. Verso un regime europeo di semplificazione nell'Unione del risparmio e degli investimenti. – 4. Il riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza nel TUF revisionato. – 5. *Cooperative compliance* o vigilanza collaborativa? – 6. Conclusioni.

1. "*Doing more to regulate less*": come semplificare

La recente riforma "organica" del TUF, attuata con il decreto legislativo del 27 marzo scorso[01] in forza della legge delega capitali[02], si fonda su tre certezze.

01 Decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47. Sulle origini della riforma italiana, riconducibili anche alla *Capital Markets Union* (su cui *infra* nel testo alla nota 42) e allo studio Ocse finanziato dalla Commissione europea, si rinvia alle puntuali indicazioni di S. Cappiello, *Il "pendolo" della regolamentazione finanziaria, in Italia e in Europa*, in A. Sacco Ginevri (a cura di), *Princìpi di riforma del testo unico della finanza*, Milano, 2026, 234-235.

02 Legge 5 marzo 2024, n. 21, meglio nota come "legge capitali", *Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo 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, per la modifica delle disposizioni del codice di procedura civile in materia di arbitrato societario, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento, nonché delega al Governo per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie recati dal medesimo testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998*, come modificata dalla Legge 11 marzo 2025, n. 28.

Il mercato dei capitali italiano è fragile e poco attrattivo[03].

Le norme italiane sulla finanza privata sono quantitativamente superiori e connotate da una maggiore pervasività dell'intervento pubblico rispetto a molti dei paesi europei[04].

Intervenire sulle regole significa rendere il nostro mercato dei capitali più appetibile, favorendone lo sviluppo e la competitività nel contesto europeo e internazionale.

Questa cornice motivazionale è ricorrente in Italia ogniqualvolta si invochi l'esigenza di una semplificazione normativa. Ci si concentra cioè su caratteristiche e vizi delle leggi, piuttosto che su come queste vengano applicate o violate e sugli effetti di tali comportamenti.

Alle descritte certezze si affianca allora il dubbio che, in materia di mercati finanziari, il problema non siano tanto le regole[05] quanto il loro rispetto.

Molte delle norme di prevenzione oggetto di revisione devono la loro originaria architettura di dettaglio, come il necessario coinvolgimento di entrambe le Autorità di settore, all'esigenza di tutela anticipata dei valori protetti, che si ritiene non essere sufficientemente garantiti dalla valenza general-preventiva dell'apparato sanzionatorio, sebbene

03 In questi termini si esprime l'analisi di impatto della regolamentazione svolta dal Mef sul testo del decreto legislativo di revisione, che a sua volta richiama l'analisi di Assonime, *A single supervisor for a single Rule-Book for the European capital market: time for action*, Position paper 3/2025, 3 ss. e il Libro verde dello stesso Mef, su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, 2022, 4, 7, 9 e ss.

04 *Ibidem*.

05 Nel corso dei lavori parlamentari per l'acquisizione del parere della Camera, è emerso che la crisi dei mercati finanziari interessa diversi ordinamenti, ma tra le cause non vi è la regolamentazione, sebbene questo non escluda la presenza di cattive regole nell'ordinamento nazionale, cfr. L. Enriques, Audizione, *Osservazioni allo Schema di decreto legislativo n. 331 recante Attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21*, 30 novembre 2025, 6. In termini analoghi si era già espresso P. Giudici, *Il puzzle del diritto europeo*, in P. Marchetti, S.P. Rossi, G. Strampelli, F. Urbani, M. Ventoruzzo (a cura di), *La S.P.A nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, t. 1, Milano, 2024, 359, richiamando il rapporto Oxera, *Primary and secondary equity markets in the EU. Final Report*, 2020, 37; l'A. evidenziava, inoltre, come il problema dei costi della regolazione possa divenire parte della soluzione, nella ricerca di incentivi al ricorso al mercato dei capitali.

di stampo sostanzialmente penale[06].

In effetti, tale assetto è riconducibile a dinamiche di *path dependence*, in cui l'originaria opzione per modelli di tutela anticipata ha prodotto effetti di *lock-in* istituzionale, ostacolando l'evoluzione verso assetti regolatori più proporzionati e adattivi. Ne deriva una progressiva stratificazione normativa che tende a riprodurre e irrigidire gli strumenti di intervento pubblico, determinando l'articolazione della disciplina in particolarismi spesso insostenibili, il proliferare di oneri di vigilanza e obblighi informativi, nonché il ricorso diffuso a regimi di autorizzazione preventiva[07], che la recente riforma ha cercato di ridurre.

L'impressione è che si sottovaluti quanto il problema della conformazione influenzi i contenuti delle regole[08].

La centralità del tema della *compliance* è nota alla teoria della regolazione, come dimostra il celebre aforisma attribuito a Chester Bowles[09]: «Il 20% dei soggetti regolati si conformerà automaticamente a qualsiasi norma, il 5% cercherà di eluderla e il restante 75% si conformerà finché riterrà che quel 5% verrà scoperto e punito», risalente però

06 Sul mutamento della natura delle sanzioni del TUF che divengono "punitive" per impulso del diritto europeo, si vedano F.G. Scoca, *Il punto sulla nozione e sulla disciplina delle sanzioni amministrative*, in *Diritto amministrativo*, 2025, 1, 23 ss.; E. Reggiani, *Questioni controverse in tema di sanzioni amministrative per violazioni in ambito bancario e finanziario*, in L. Calcagno, G. Grasso, S. Lembo (a cura di), *Le sanzioni amministrative*, SSM Quaderno n. 29, Roma, 2023, 125 ss.; G. Raimondi, *Il* ne bis in idem *nella prospettiva convenzionale ed europea*, *ivi*, 97 ss.; M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria. Aspetti problematici del rapporto tra sanzioni penali e amministrative*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2023, 1-2, 195 ss.; D. Simeoli, *Le sanzioni amministrative 'punitive' tra diritto costituzionale ed europeo*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2022, 1, 47 ss.; A. Magliari, *Sanzioni amministrative di Consob e Banca d'Italia e loro sindacato giurisdizionale: alcune riflessioni alla luce del diritto sovranazionale e dell'indagine comparata*, *ibidem*, 88 ss.; E. Bindi, A. Pisaneschi, P. Luccarelli, *Le sanzioni della Banca d'Italia e della Consob*, in *Giur. Comm.*, 2021, I, 3, 553 ss.; G. Romagnoli, *Il potere punitivo delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari*, Napoli, 2020, 95 ss. Si veda anche M. Rescigno, *Il sistema dei controlli e delle sanzioni nel TUF. Considerazioni sparse*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 2, 611 ss., spec. 627 ss.

07 Complessivamente, nell'ordinamento nazionale ricorrono «controlli preventivi più che altro meramente cartacei e formali», Commissione parlamentare per la semplificazione, *Documento conclusivo*, dell'indagine conoscitiva sulla semplificazione legislativa e amministrativa, in *Atti parlamentari*, *XVII Legislatura*, *Bollettino delle Giunte e delle Commissioni Parlamentari*, 31 marzo 2014, 45.

08 Il tema è approfondito da C. Giles, *Next Generation Compliance*, New York, 2022.

09 Chester Bliss Bowles occupò un ruolo di primo piano nella vita pubblica statunitense del secondo dopoguerra. Proveniente dal mondo dell'impresa e della comunicazione – fu tra i fondatori dell'agenzia pubblicitaria *Benton & Bowles* – ricoprì successivamente importanti incarichi istituzionali, tra cui quello di governatore del Connecticut, ambasciatore degli Stati Uniti e, soprattutto, direttore dell'*Office of Price Administration* durante la Seconda guerra mondiale. Proprio l'esperienza maturata nella gestione dei meccanismi di razionamento e dei controlli amministrativi sui prezzi contribuì a orientare le sue riflessioni sui comportamenti dei destinatari delle regole e sulle condizioni effettive della *compliance*, dando origine a una delle intuizioni più note nella teoria della regolazione amministrativa.

alla prima metà del '900. Fa riflettere che oggi, in Italia e in Europa, manchino dati empirici robusti sulla conformazione delle imprese alle regole in materia di finanza privata[10].

L'interessenza dei due fenomeni – regolazione ed *enforcement* – è solo intuita dal legislatore dei mercati dei capitali e forse fortuitamente colta nel momento in cui si intersecano le due deleghe di semplificazione del TUF (art. 19, l. n. 21/2024, cit.) e di revisione del relativo apparato sanzionatorio[11] (art. 19 *bis*, l. n. 21/2024, cit.). Nondimeno, si potrebbe nutrire il sospetto che la resistenza delle Autorità di vigilanza ad attuare pienamente la delega di revisione del sistema punitivo, volta a rafforzare le garanzie dei destinatari[12], sia ascrivibile alla consapevolezza di quanto poco sappiamo sull'effettiva conformazione dei regolati.

In verità, l'ordinamento dell'Unione europea, nello sposare i canoni aziendalistici suggeriti dall'Ocse sulla qualità della regolazione[13], con il programma "*legiferare meglio*", avviato dai primi anni 2000[14], attribuisce crescente rilievo alla verifica successiva del corretto funzionamento delle norme, attraverso la Valutazione dell'Impatto della Rego-

10 In generale, denuncia la scarsità, anche negli Stati Uniti, di dati concreti sulla conformazione delle imprese alle prescrizioni dell'ordinamento C. Coglianese, *Building Better Compliance*, in *Texas Law Review*, vol. 100, 102, 2022, 193-194. Tuttavia, appare irrealistico pensare che, nel contesto attuale, il 75% delle imprese sia spontaneamente disposto a rispettare le regole.

11 Per un riepilogo dell'evoluzione della disciplina, cfr. S. Alvaro, *Sanzioni e procedimento sanzionatorio Consob*, in *Riv. soc.*, 2023, 1, 107 ss.

12 Su cui G. Morbidelli, *Le sanzioni amministrative nel nuovo Testo Unico della Finanza*, Lezione magistrale al Dottorato di ricerca in scienze giuridiche, curriculum *Amministrazione, Mercato e Giustizia penale* dell'Università di Pisa, 12 marzo 2026.

13 I modelli internazionali di *regulatory reform* delle esperienze Ocse e statunitensi degli anni Ottanta e Novanta del secolo scorso muovono infatti dall'idea che la qualità della regolazione costituisca un fattore di efficienza economica e di attrattività degli investimenti, cfr. Oecd, *Recommendation on Improving the Quality of Government Regulation*, Paris, 1995. Per approfondimenti: M. De Benedetto, M. Martelli, N. Rangone, *La qualità delle regole*, Bologna, 2011. La base teorica risale agli studi della scuola di Chicago, i cui assunti si rinvengono nei più recenti contributi di P. Rose, C. Walker, *The Importance of Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation*, Report for U.S. Chamber of Commerce, marzo 2013, Ohio State Public Law Working Paper n. 208, *https://ssrn.com/abstract*=2231314; E.A. Posner, E.G. Weyl, *Benefit-Cost Paradigms in Financial Regulation*, in *Journal of Legal Studies*, vol. 43, 2014, 3, Article 1.

14 La prima formulazione organica del programma emerge nel *Libro bianco sulla governance europea* del 2001. La Commissione avviò formalmente la strategia "*Better Regulation*" attraverso il *Piano d'azione "Semplificare e migliorare la regolamentazione"* (COM(2002) 278) e con la Comunicazione sulla *better lawmaking* (COM(2002) 275), che introdussero strumenti destinati a divenire centrali nella produzione normativa europea: analisi di impatto (da realizzare gradualmente, a partire dal 2003, per tutte le iniziative legislative e politiche più importanti), consultazioni pubbliche, codificazione e rifusione normativa, riduzione degli oneri amministrativi e verifica di proporzionalità e sussidiarietà. Ne è seguita l'implementazione con la *Better regulation Agenda* del 2015 e le Comunicazioni successive, fino alla più recente del 28.4.2026, COM(2026) 380. In dottrina, si veda F. Giglioni, *Regole migliori producono risultati migliori? La sfida della nuova "agenda" europea sulla* better regulation, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2015, 5, 597 ss.

lamentazione (c.d. VIR)[15], orientata ad accertare il grado di conseguimento degli obiettivi perseguiti dal legislatore[16]. Tuttavia, anche ammettendo che gli scopi della singola norma siano chiaramente identificabili – circostanza tutt'altro che scontata –, il riscontro *ex post* non presuppone né impone di verificare il tasso di conformazione alla regola da parte dei destinatari[17]. Le criticità delle valutazioni successive – spesso non realizzate o comunque incomplete – risultano particolarmente evidenti nei settori oggetto di regolazione economica[18], ove l'accertamento dell'efficacia presuppone la complessa analisi degli effetti della norma sui mercati. In ogni caso, anche laddove tali valutazioni siano condotte in modo rigoroso, esse non sono idonee, di per sé, a restituire un quadro attendibile del grado di concreta conformazione dei destinatari.

15 Consistente «nella valutazione, anche periodica, del raggiungimento delle finalità e nella stima dei costi e degli effetti prodotti da atti normativi sulle attività dei cittadini e delle imprese e sull'organizzazione e sul funzionamento delle pubbliche amministrazioni», così art. 14, comma 4, legge 28 novembre 2005, n. 246, *Semplificazione e riassetto normativo per l'anno 2005*. Per il settore finanziario, l'art. 23, comma 2, della nota legge n. 262/2005 impone che gli atti di regolazione di Banca d'Italia, Consob, Ivass e Covip siano «accompagnati da una relazione che ne illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori». Un recente studio ha rilevato importanti difetti della VIR nell'ordinamento interno, sottolineando che tali valutazioni vengono condotte in misura minore rispetto alle Analisi di Impatto della Regolazione (AIR) perché «risultano essere un esercizio più complesso, che richiede uno sforzo istituzionale non indifferente. NUVIR ha riscontrato importanti criticità [..]. Le VIR difettano nel rispondere ai quesiti valutativi principali, ossia di efficacia (raggiungimento degli obiettivi), efficienza (rapporto costi/benefici), rilevanza (utilità della *policy*), e coerenza (livello di compatibilità con altri interventi). Inoltre, la misurazione dei risultati si focalizza per lo più sugli adempimenti amministrativi, trascurando l'impatto sui destinatari della *policy*», D. Bianchini, R. Cerroni, C. Cioffi, L. Monti, L. Scarola, R. Trainito, *Le nuove frontiere della valutazione delle politiche pubbliche*, Policy paper 1/2025, Policy Observatory Luiss School of Government, 12. Analoghe perplessità emergono chiaramente anche dall'ultima *Relazione al Parlamento sullo stato di applicazione dell'analisi dell'impatto della regolamentazione*, Presidenza del Consiglio dei Ministri, 2024, 9-10 e 24 ss.

16 Tale impostazione riflette una concezione dell'efficacia delle regole centrata sugli esiti (*outcomes*) piuttosto che sui comportamenti, in linea con l'evoluzione della teoria della regolazione, che distingue tra risultati prodotti e mera conformità formale alle prescrizioni (R. Baldwin, *Rules and Government*, Oxford, 1995, spec. 142 ss.).

17 La *compliance*, infatti, si configura come una variabile intermedia del processo regolatorio, distinta tanto dalla produzione normativa quanto dagli esiti finali, e non sempre adeguatamente considerata nei meccanismi di valutazione, ne è un esempio la riflessione di C. Hood, H. Rothstein, R. Baldwin, *The Government of Risk. Understanding Risk Regulation Regimes*, New York, 2001.

18 In tema, con specifico riferimento alla regolazione dei mercati finanziari, J. C. Coates IV, *Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications*, in *Yale L.J.*, vol. 124, 2015, 1, 882 ss., nonché la replica di E.A. Posner, E.G. Weyl, *Cost-Benefit Analysis of Financial Regulations: A Response to Criticisms*, in *Yale L. J. Forum*, vol. 124, 2015, 1, 246 ss. Non a caso, J. H. Cochrane, *Challenges for Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation*, in *Journal of Legal Studies*, vol. 43, 2014, 63 ss., suggerisce un processo di analisi costi-benefici capace di tener conto delle peculiarità proprie della regolazione finanziaria, dove i costi e i benefici richiedono ricostruzioni complesse perché dipendono dalle reazioni comportamentali, dagli effetti di mercato, dagli equilibri generali del sistema economico e dalle dinamiche politiche che essa genera.

La distinzione tra conformità ed efficacia emerge con particolare evidenza sul piano empirico[19]. Si pensi alla regolazione prudenziale e al rispetto dei requisiti patrimoniali delle banche: la crisi 2007-2008 comprova che a fronte di una conformazione ai requisiti legali si nascondeva una palese violazione delle finalità della normativa[20]. Un esempio opposto è offerto dalla disciplina della trasparenza nei servizi finanziari in materia di prospetto o di Mifid: anche in presenza di un'informativa non pienamente conforme ai requisiti normativi, l'investitore può comunque comprendere i rischi dell'operazione e adottare decisioni consapevoli, con conseguente realizzazione della finalità di tutela sottesa alla disciplina, pur in assenza di una piena conformità formale dei destinatari.

D'altro canto, ove la disciplina venga costruita secondo una logica di comando e controllo, come tipicamente avviene nel TUF, la verifica della conformità può essere un buon indicatore per il monitoraggio e la revisione delle regole di condotta[21]. Assicurare

19 Sull'importanza degli studi sperimentali nella scienza giuridica M. Cafagno, E. Boscolo, C. Leone, M. Barbera, M. Fazio, G. Cavalieri (a cura di), *Dalle regole ai comportamenti. Conversazioni in tema di amministrazione e persuasione*, Milano, 2022; R.M. Lawless, J.K. Robbennolt, T.S. Ulen, *Empirical Methods in Law*, New York, II ed., 2016; C. Leuz, *Evidence-based policymaking: promise, challenges and opportunities for accounting and financial markets research*, in *Accounting and Business Research*, vol. 48, 2018, 5, 582 ss., dove si evidenziano anche criticità dovute ad una molteplicità di fattori: la complessità di produrre evidenze causali rilevanti, la carenza di dati, l'affidabilità della ricerca pubblica e la trasmissione dei risultati scientifici ai decisori pubblici. Il superamento di tali ostacoli richiede ingenti investimenti infrastrutturali finalizzati alla produzione e alla diffusione di ricerche pertinenti.

20 Analoghi rischi operativi presenta anche il recente ricorso al *SupTech* (su cui ci si soffermerà *infra* § 2), naturale evoluzione della semplificazione della vigilanza. L'introduzione di strumenti avanzati di supervisione algoritmica può indurre i soggetti vigilati a orientare le proprie strategie organizzative e informative in funzione dei criteri di rilevazione incorporati nei sistemi *SupTech*. In tale prospettiva, i flussi informativi e le pratiche di *reporting* potrebbero tendere a essere conformati non tanto alla sostanza delle prescrizioni normative, quanto alle logiche di selezione e segnalazione proprie degli algoritmi di vigilanza. Avanza così il rischio di un disallineamento tra conformità formale e osservanza sostanziale, che si traduce in una forma di adattamento strategico alla razionalità algoritmica, con il pericolo di indebolire l'effettività della funzione di controllo e di ridurne la capacità di intercettare comportamenti irregolari. Di recente ha evidenziato la sempre maggiore centralità degli «strumenti *lato sensu* tecnologici impiegati dalla banca per costruire i propri modelli e per analizzare le basi informative che li alimentano», ponendo in dubbio l'effettiva capacità dei sistemi *SupTech* di «intercettare comportamenti illeciti in continua evoluzione», A. Urbani, *L'evoluzione della vigilanza ispettiva sulle banche al tempo della digitalizzazione del sistema finanziario e dell'avvento dell'intelligenza artificiale*, in questa *Rivista*, 2026, 2, I, 85 ss., in part. 97-98 e 106.

21 Infatti, il nuovo regolamento di Banca d'Italia in materia (Provvedimento del 9 luglio 2019) dispone che «l'AIR tiene conto degli esiti della VIR eventualmente svolta» (art. 5), considerando i due profili strettamente complementari nell'ambito dell'unitario ciclo regolatorio. Tale aspetto è già evidenziato da D. Zaottini, *L'AIR e la VIR*, in G. Mazzantini, N. Rangone (a cura di), *L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2017-2018*, Napoli, 2019, 89.

che obblighi o divieti siano «giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela»[22] è presupposto indispensabile perché dal loro rispetto derivi la desiderata protezione dei valori sottesi e dunque l'effettività della disciplina[23]. In realtà, nella misura in cui si consolida una condivisione dei valori tutelati dall'Unione del risparmio, individuabili nella competitività del mercato e nella protezione dell'investitore, tende a ridursi anche la tensione tra normativa europea di armonizzazione e normativa nazionale di recepimento. In sostanza, la semplificazione suggerita dal TUF comporta una convergenza valoriale, non rilevando solo come tecnica normativa[24].

Ne dovrebbe discendere un rafforzamento della fiducia degli investitori finali[25], rassicurati dalla correttezza dei comportamenti degli intermediari e degli emittenti, coerentemente con l'obiettivo legislativo di canalizzare il risparmio diffuso verso gli investimenti produttivi[26].

In questa prospettiva si conferma l'esigenza di recuperare un'autonoma centralità analitica alla conformazione dei comportamenti, quale snodo intermedio del processo regolatorio, così da "calibrare" e "proporzionare" meglio le regole di condotta. L'enfasi esclusiva sugli esiti finali rischia infatti di occultare il ruolo degli obiettivi intermedi di conformazione, che spesso non sono oggetto di misurazione diretta nell'ambito delle valutazioni *ex post*, pur essendo immediatamente protettivi di valori meritevoli. Inoltre, fattori causali ulteriori – non sempre prevedibili né normativamente disciplinati – possono incidere sul raggiungimento degli obiettivi finali, interrompendo il nesso tra com-

22 In questo senso va letta e condivisa la lettera l) dell'art. 19, comma 2, della citata legge delega n. 21/2024, diretta a correggere il TUF «per eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela», in quanto potenzialmente non conformi al criterio della proporzionalità. In tema, C. Mosca, Gold plating *e competitività*, in P. Marchetti, S.P. Rossi, G. Strampelli, F. Urbani, M. Ventoruzzo (a cura di), *op. cit.*, 373 ss., ove si sottolinea come il divieto di "placcare d'oro" le norme europee attraverso le disposizioni nazionali di attuazione sia una regola di *better regulation.*

23 Avverte che l'estensione del giudizio di proporzionalità anche agli effetti prodotti dalle norme aggiuntive – fino a traguardare competitività e attrattività dell'ordinamento giuridico – ne amplia a dismisura la portata C. Mosca, *op. cit.*, 385.

24 Mi sembra confermare la bontà di questa impostazione chi esorta ad «[aggiornare] l'analisi costi-benefici del rapporto tra doveri di *compliance* e tutela dei creditori e degli investitori in relazione al cambiamento del quadro economico e competitivo degli ultimi venti o trent'anni», così P. Giudici, *op. cit.*, 357-358.

25 In effetti, la legge delega di riforma dei mercati dei capitali prevede che i decreti delegati siano adottati «nel rispetto dei principi costituzionali e in particolare della tutela del risparmio» (oltre che dell'ordinamento dell'Unione europea e del diritto internazionale, nonché sulla base degli specifici principi e criteri direttivi indicati dal delegante), cfr. art. 19, comma 1, l. n. 21/2024.

26 «Il dato che meglio riassume la persistente debolezza dell'economia del nostro continente è la quantità di risparmio che ogni anno fuoriesce dall'Unione Europea: 500 miliardi di euro nel solo 2024, risparmi a cui l'economia europea non riesce a offrire un tasso di rendimento adeguato», M. Draghi, *Alcuni nodi della competitività europea: prezzo dell'energia, eccesso di regolamentazione, politica dell'innovazione, difesa*, in *Astrid Rassegna*, 2025, 5, 1-2. Per altro verso, circa 10.000 miliardi di euro di risparmi al dettaglio dell'UE sono attualmente detenuti in depositi bancari, Fonte: Commissione europea, 4 dicembre 2025.

portamento conforme ed esito della regolazione[27].

Da tali premesse deriva una prima conclusione: per realizzare una utile semplificazione delle regole di condotta occorre conoscere il livello di conformità. Questo però, attualmente, è un dato misconosciuto. Pertanto, nel delineare la base normativa dell'Unione del risparmio e degli investimenti, sarebbe auspicabile che la Commissione europea affidasse un simile incarico di analisi quantitativa.

Il filo conduttore del presente contributo è dunque che, in assenza di dati affidabili sulla conformazione dei regolati, la semplificazione non dovrebbe tradursi anzitutto in una riduzione sostanziale delle regole di condotta, ma in una razionalizzazione degli apparati di vigilanza, degli strumenti di *enforcement* e delle modalità di orientamento preventivo dei comportamenti.

Con riferimento alla recente semplificazione normativa del TUF, l'eliminazione delle regole o la loro riduzione per ricondurle a interessi meritevoli di tutela in conformità ai divieti di *gold plating*[28] costituisce certamente una scelta condivisibile. Presenta invece molte incognite, in assenza di dati sulla conformità, la rimodulazione delle regole in funzione della tutela effettiva dei valori[29]. Appare infine fattibile e anzi desiderabile il riordino[30], o comunque il miglior coordinamento, delle norme, al fine di agevolarne la fruibilità.

Nel decreto legislativo in commento, la semplificazione amministrativa, rimessa a modifiche della disciplina del provvedimento o del procedimento a riduzione degli one-

27 Emblematico l'esempio di C. Coglianese, *Building Better Compliance*, cit., il quale ricorda che negli ultimi cinquant'anni, negli Stati Uniti si è registrata una marcata riduzione dei livelli ambientali di diversi inquinanti regolati. A prima vista, tale diminuzione sembrerebbe dimostrare l'efficacia della regolazione ambientale, come sostenuto dall'*Environmental Protection Agency* (EPA). In realtà, i minori costi del lavoro in altri Paesi hanno spinto molte industrie inquinanti a delocalizzare all'estero, così che l'economia statunitense si è trasformata da manifatturiera a terziaria per ragioni indipendenti dalla regolazione. Di conseguenza, le azioni dei regolatori ambientali non possono spiegare da sole tutto il miglioramento della qualità dell'aria, poiché una parte, probabilmente consistente, di tale positiva evoluzione si sarebbe verificata comunque, a causa del mutamento nella struttura dell'attività economica.

28 Art. 19, comma 2, lett. l), legge delega n. 21/2024, cit.

29 Art. 19, comma 2, lett. «e) semplificare le regole del governo societario, anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina», l. n. 21/2024, cit.

30 In Italia, fin dal 2014 è infatti emerso con chiarezza come la predisposizione di testi unici compilativi potesse essere un ottimo strumento di semplificazione, c.d. programma di codificazione settoriale, cfr. Commissione parlamentare per la semplificazione, *Documento conclusivo*, cit., 17. Si tratta di un programma che muove dalla ricognizione della legislazione vigente nei singoli settori e consiste nella elaborazione di testi unici compilativi a norma dell'art. 17 *bis* della legge 23 agosto 1988, n. 400 (introdotto dalla legge 18 giugno 2009, n. 69); si articola nella Misurazione degli Oneri Amministrativi (Moa) derivanti dalle disposizioni vigenti (su cui si tornerà *infra* § 2), concludendosi con l'individuazione e l'adozione delle misure di semplificazione, cfr. il molto efficace commento di M. Benedetti, *Lo "stato dell'arte" della semplificazione in Italia*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2014, 10, 972.

ri per il privato, si traduce in un apprezzabile rafforzamento del coordinamento tra le competenze della Banca d'Italia e della Consob (*infra* § 4) e nella lungimirante introduzione di modelli di vigilanza collaborativa (*infra* § 5), finalizzati a incidere direttamente sui comportamenti degli operatori e a promuovere una conformità sostanziale[31].

2. Meno regole e più *public enforcement*

Semplificare senza sacrificare i valori, nello stato di ignoranza in cui versiamo, presuppone il rafforzamento dell'*enforcement*, in modo da «contemperare il livello degli oneri amministrativi[32] imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli», come disposto dalla delega legislativa[33]. In verità, la già citata Misurazione degli Oneri Amministrativi[34] non sembra più cogliere integralmente il fenomeno regolatorio contemporaneo nel settore finanziario. Se infatti, l'impiego sempre più massiccio e diffuso delle *Ict* ha ridotto i costi dei tradizionali adempimenti documentali e trasmissivi, persistono – e in alcuni casi aumentano – rilevanti costi am-

31 Il controllo e il monitoraggio degli effetti dell'intervento normativo dovranno essere svolti, in un arco temporale sufficientemente ampio, dal Governo (Ministero dell'Economia, Ministero di Grazia e Giustizia) e dalle Autorità di vigilanza (nella specie, Consob e Banca d'Italia), nonché dalla Cabina di Regia per il coordinamento strategico e la definizione di politiche e direttive efficaci in materia di valorizzazione e sviluppo del mercato dei capitali (istituita dall'art.17 *ter* del decreto legge n. 25/2025). In particolare, verrà valutato se la riforma proposta riuscirà a rendere più efficiente e attrattivo il mercato dei capitali italiano, senza abbassare il livello di tutela per gli investitori, ma riducendo gli oneri regolatori sproporzionati, anche al fine di far diventare il ricorso al capitale di rischio maggiore rispetto al credito bancario, ad oggi primaria fonte di finanziamento delle imprese. Gli indicatori di tale monitoraggio dovrebbero includere: (i) il numero totale delle quotazioni italiane post-riforma; (ii) il rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL in Italia; (iii) il *delisting* dei titoli; (iv) il volume del capitale raccolto rispetto alle principali piazze finanziarie internazionali; (v) il livello di flottante delle nostre società, così *Relazione Illustrativa allo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, Analisi di impatto della regolazione*, par. 2 *Obiettivi dell'intervento e relativi indicatori*, 17 ottobre 2025, 13-14.

32 Definiti dall'art. 3 del d.l. 9.02.2012, n. 5 (a modifica dell'art. 8 della l. 11.11.2011, n. 180) come «i costi degli adempimenti cui cittadini ed imprese sono tenuti nei confronti delle pubbliche amministrazioni nell'ambito del procedimento amministrativo, compreso qualunque adempimento comportante raccolta, elaborazione, trasmissione, conservazione e produzione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione».

33 Art. 19, comma 2, lett. g), l. n. 21/2024, cit.

34 La Moa, originariamente sviluppata nei Paesi Bassi, **è** adottata dai paesi dell'UE e dalla Commissione europea. In Italia, la Consob ne ha fatto esercizio, in attuazione di quanto disposto dall'art. 6, comma 3, del d.l. 13 maggio 2011, n. 70 (*Semestre Europeo. Prime disposizioni urgenti per l'economia*, convertito con legge 12 luglio 2011 n. 106). In dottrina, cfr. F. Sarpi, *La crociata contro gli oneri amministrativi. Attori, processi, tecniche e risultati della misurazione degli oneri amministrativi in alcuni paesi europei: un'analisi comparata*, in A. Natalini, G. Tiberi (a cura di), *La Tela di Penelope*, Primo rapporto Astrid sulla semplificazione legislativa e burocratica, Bologna, 2010, 333 ss.; S. Barbieri, *I piani di riduzione degli oneri amministrativi in Europa: esperienze a confronto*, *ivi*, 355 ss.

ministrativi connessi alla frammentazione dei sistemi di *reporting*[35], cui si aggiungono crescenti costi di conformità sostanziale[36] derivanti dall'intensificazione della regolazione europea[37].

Il tema dell'eccesso di regolazione è tornato di stringente attualità all'esito della presentazione dei rapporti Draghi e Letta sullo stato del mercato unico. Emerge infatti come, con attenuazioni per l'Unione bancaria[38], l'integrazione attraverso la legge abbia falli-

35 Assogestioni denuncia che «secondo le stime di Esma, esistono oggi oltre 100 modelli distinti di *reporting*, variabili in funzione della tipologia di fondo e della giurisdizione di riferimento: un assetto frammentato che contrasta con la logica di mercato unico e con l'obiettivo di convergenza di vigilanza», Position paper di Assogestioni, su *Market Integration and Supervision Package (MISP)*, 16 marzo 2026, 10, trasmesso a Bruxelles. Nella medesima direzione si colloca, sul piano orizzontale della regolazione digitale, la proposta di regolamento c.d. *digital omnibus*, COM(2025) 837, presentata dalla Commissione europea il 19 novembre 2025, volta a semplificare il quadro legislativo nel settore digitale mediante modifiche mirate a GDPR, regolamento sui dati, direttiva *e-privacy*, NIS 2 e altri atti dell'*acquis* digitale. La proposta è significativa, ai fini qui considerati, non tanto per il suo ambito materiale, diverso da quello dei mercati finanziari, quanto perché conferma una linea di intervento dell'Unione fondata sulla riduzione dei costi di conformità, sulla razionalizzazione degli obblighi di segnalazione e sul consolidamento delle discipline sovrapposte, senza dichiaratamente incidere sugli obiettivi sostanziali di tutela perseguiti dalle normative modificate.

36 Con tale accezione si intendono gli obblighi che incidono sul contenuto dell'attività regolata, cioè sul modo in cui l'impresa deve organizzarsi, operare e assumere decisioni per rispettare i valori e gli obiettivi della disciplina. Sono "sostanziali" perché non consistono solo nel trasmettere dati all'autorità, ma nel conformare l'attività economica a standard normativi.

37 Cfr. S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini, *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, Consob, Discussion paper, aprile 2016, 35 ss.

38 Il *Single Rulebook* uniforma infatti le principali regole bancarie per tutti gli enti creditizi degli Stati membri dell'Unione. Sugli strumenti procedurali e l'esercizio collaborativo della funzione di vigilanza bancaria, A. Magliari (a cura di), *Il meccanismo unico di vigilanza: un bilancio dopo i primi dieci anni*, Napoli, 2024; D. Vese, *Unione bancaria e cooperazione nell'era delle crisi. Alla ricerca di un modello giuridico-organizzativo della "governance" multilivello*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 4, 2022, 277 ss.; A. Cuomo, "Unus pro omnibus, omnes pro uno"*: the single supervisory mechanism as a unitary multilevel administration*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2022, 3, 707 ss.; A. Barone, G. Drago, C. Nicolosi, *L'erompere della vigilanza bancaria europea*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2021, 1, 665 ss.; M. Ortino, *Il principio di proporzionalità dell'Unione europea e la ripartizione dei compiti normativi e di vigilanza in materia bancaria*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2020, 2, 281 ss.; Id., *L'Unione bancaria nel sistema del diritto bancario europeo*, in M.P. Chiti, V. Santoro (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, Pisa, 2016, 65 ss.; L. Torchia, *La nuova governance economica dell'Unione europea e l'Unione bancaria*, *ivi*, 53 ss.; E. Iagnemma, *Evoluzione e prassi della normativa europea in materia di vigilanza*, in *Diritto pubblico comparato europeo*, 2018, 4, 1074 ss.; M.P. Chiti, *L'unione bancaria europea e il diritto amministrativo. Questioni aperte*, in *Diritto amministrativo*, 2021, 3, 505 ss., dove si sottolinea anche che già «la normativa forma un corpo imponente, addirittura eccessivo», cui si affianca «un'amplissima disciplina amministrativa con atti regolatori, di indirizzo, pareri, comunicazioni, decisioni».

to[39]. Per di più, nell'attuazione del diritto europeo gli Stati membri giocano in assolo, "adattando" le norme agli ordinamenti nazionali e altrettanto fanno le autorità amministrative nazionali in sede di esecuzione.

In realtà, in astratto, la centralizzazione dell'organizzazione amministrativa della regolazione finanziaria avrebbe dovuto risolvere in radice questo problema di "adeguamento" grazie alle c.d. fonti terziarie delle Autorità europee di vigilanza. Il rapporto *Less is More*[40], invece, attesta che, anche in ambito bancario, queste hanno finito per tecnicizzare troppo il settore, introducendo eccessivi oneri sostanziali per i regolati[41]. Inoltre, in mancanza di una vigilanza unificata, tarda a realizzarsi la convergenza delle prassi

39 «Infine, la difesa del mercato unico di fronte alla Corte di Giustizia Europea è divenuta sempre più rara. Un recente studio del Fondo Monetario Internazionale ha mostrato come l'eccesso di regolamentazione e specialmente la sua frammentazione abbia contribuito a creare delle barriere interne al mercato unico che equivalgano a un dazio del 45% sui beni manifatturieri e del 110% sui servizi. Non possiamo dunque stupirci se i nostri inventori più brillanti scelgano di portare le loro aziende in America, e se i cittadini europei li seguano con i propri risparmi», M. Draghi, *op. cit.*, 4.

40 *Less is More. Proposals to simplify and improve European rule-making in the financial services sector*, Rapporto di un gruppo di esperti, febbraio 2025; si veda anche European Banking Institute (EBI), *Report on simplification of EU financial law*, gennaio 2026, con particolare riferimento al par. 2, *What simplification should be*, 81-86.

41 Ciò è dovuto anche alle poche valutazioni di impatto. A tali ombre si aggiungono il deficit democratico causato dall'emarginazione dei co-legislatori, difficilmente in grado di controllare e sindacare la mole delle regole tecniche, oltre al *vulnus* al principio di legalità, stante lo scarso dispiegamento del controllo giurisdizionale, cfr. anche P. Lucantoni, G. Panetta, *Accountability delle Autorità Europee di Vigilanza (AEV): un'analisi giuridica alla luce del Rapporto "Less is More"*, in questa *Rivista*, 2026, 1, I, 55; R. Ferretti, *La disciplina bancaria e finanziaria europea: è possibile legiferare meno e meglio?*, in *Riv. banc.*, 2025, 4, 174 ss.

di vigilanza sulla finanza privata[42], rimessa principalmente agli *Implementing Technical Standard* (ITS).

L'esperimento dell'Unione bancaria mette dunque in dubbio che l'uniformazione[43] coincida necessariamente con la semplificazione: decisiva è la forma della standardizzazione, che può anche tradursi in un aumento, anziché in una riduzione, della complessità.

Una possibile soluzione può essere quella di valorizzare il ruolo delle autorità amministrative nella fase del controllo, chiamandole a essere custodi e dirette attuatrici di semplificazione, chiarezza e coerenza della funzione amministrativa di vigilanza. Come sostenuto in dottrina[44], è proprio nella specificità dell'ordinamento finanziario dell'Unione che si sta rafforzando la formazione del principio generale della coerenza, quale criterio ispiratore delle politiche e fonte del diritto: l'azione (orizzontale) delle autorità europee e di queste (in verticale) rispetto alle autorità nazionali deve essere allineata e

42 «Pur avendo un *corpus* normativo unico, le autorità nazionali spesso applicano le regole in modo diverso. Tali divergenze possono talvolta riflettere comportamenti protezionistici e scoraggiare le attività transfrontaliere generando costi di conformità più elevati per le imprese e limitando in tal modo la scelta a disposizione di cittadini e imprese. Troppo spesso le prassi nazionali di vigilanza si traducono in requisiti aggiuntivi che comportano frammentazione e oneri amministrativi superflui, oltre a rappresentare un impedimento alle attività commerciali nel mercato unico. D'altro canto, tali divergenze possono anche creare le condizioni per un arbitraggio di vigilanza, minando così la fiducia presso i partecipanti al mercato e quella tra le autorità di vigilanza nazionali. Ridurre le divergenze nelle prassi di vigilanza nei mercati dei capitali dell'UE richiederà un nuovo equilibrio tra la responsabilità di vigilanza a livello dell'UE e quella a livello nazionale. Le autorità europee di vigilanza devono utilizzare meglio gli strumenti di convergenza in materia di vigilanza di cui già dispongono per conseguire una vigilanza più integrata e armonizzata [..]. Le autorità europee di vigilanza hanno la peculiare responsabilità di garantire che i loro strumenti di convergenza contribuiscano a smantellare gli ostacoli e tengono conto, nel loro lavoro, del programma di semplificazione della Commissione e dei suoi obiettivi di riduzione degli oneri», 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, *Unione del risparmio e degli investimenti. Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE*, 19.3.2025 COM(2025) 124, 16-17; per un approfondito commento A. Guccione, F. Vella, *Il futuro del mercato unico dei capitali: le proposte della* Savings and Investments Union, in *Analisi giur. econ.*, 2025, 2, 407 ss. Si tratta di un nuovo progetto che sostituisce l'inattuata Unione dei mercati dei capitali, risalente al 2015, su cui cfr. il Libro verde della Commissione Europea del 18 febbraio 2015, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, nonché il *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*; in dottrina, per tutti, D. Busch, E. Avgouleas, G. Ferrarini, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford EU Financial Regulation Series, Oxford, 2018.

43 Sul carattere tuttora discusso dell'alternativa tra armonizzare prima la normazione o la vigilanza, cfr. F. Bassan, *op. cit.*, 229, il quale sottolinea che, nella *Savings and Investments Union*, la scelta su "cosa fare prima" tra "accentrare le funzioni" e "adottare le norme" va fatta seguendo lo spirito del tempo, in cui le codificazioni nazionali, dopo la *Brexit*, sono tornate dominanti. E in effetti in questo senso sembra muovere il pacchetto *MISP*, su cui *infra* § 3 e nota 63.

44 M.P. Chiti, *Il* Single Rulebook *per il settore bancario dell'Unione europea: un originale strumento regolatorio*, in *Dir. banc. fin.*, 2024, 4, 557, 561 ss.

coordinata[45], l'interpretazione e l'applicazione delle regole devono essere uniformi nei diversi Stati membri. In questo senso, nella recente proposta di Regolamento quadro[46] *sull'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'Unione* ci si riferisce espressamente a una «vigilanza coerente ed efficace in tutti gli Stati membri» (Considerando 4).

L'intento di semplificazione può e deve essere raggiunto non tanto attraverso la normazione secondaria, stanti le pressanti critiche agli esiti del processo *Lamfalussy*, ma trasformando il modo di esercizio della vigilanza.

Anche il diritto europeo sembra pervenire, almeno nel settore dei mercati finanziari, a un livello di maturazione in cui la semplificazione diventa sempre più un problema di *enforcement* e di organizzazione amministrativa, e non soltanto di normazione[47].

Allo scopo possono rivelarsi essenziali le nuove tecnologie dell'informazione, che consentono l'uso di algoritmi a supporto della *compliance*[48].

Questo potrebbe avvenire non solo in un'ottica esecutiva di velocizzazione dell'adempimento amministrativo a vantaggio del regolato o di rilevazione delle anomalie da parte del supervisore[49], ma anche in chiave di collaborazione tra autorità e soggetto vigilato. Così, le metodiche predittive, da pratiche manipolative dei comportamenti, possono divenire un espediente collaborativo[50]: si pensi ad autovalutazioni di conformità fonda-

45 Al fine di una coerenza verticale, «per i settori in cui sono vincolate da limiti di capacità, le autorità nazionali competenti dovrebbero poter accedere a un pool di competenze e quindi ricorrere in modo più sistematico e ampio al sostegno delle autorità europee di vigilanza, ad esempio ottenendo consulenza tecnica o delegando compiti o responsabilità specifici, oppure usufruendo regolarmente delle attività delle autorità europee di vigilanza nella loro veste di poli di dati e tecnologie e fornitori di strumenti *SupTech*», Comunicazione della Commissione, *Unione del risparmio e degli investimenti*, cit., 17.

46 COM(2025) 943, su cui ci si soffermerà meglio *infra* § 3.

47 Osserva A. Magliari, *L'indipendenza delle autorità di vigilanza finanziaria: le esigenze di uniformazione e l'uso (improprio) della soft law*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2024, 4, 422, come «tradizionalmente il condizionamento sovranazionale sui diritti nazionali si è arrestato alla fissazione di un denominatore comune in tema di regole sostanziali, senza spingersi a conformare le opzioni organizzative interne a ciascun ordinamento», rinviando a F. Merusi, *Le autorità indipendenti tra riformismo nazionale e autarchia comunitaria*, in F.A. Grassini (a cura di), *L'indipendenza delle autorità*, Bologna, 2001, 97.

48 Vi accenna N. Rangone, *Semplificazione ed effettività dei controlli sulle imprese*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2019, 3, 903. Evidenzia come la supervisione basata sull'intelligenza artificiale stia rimodellando le prassi di *enforcement*, F. Annunziata, *"Ich Kann's Nicht Fassen, Nicht Glauben": Markets' Datafication and Suptech (with a Focus on Market Abuse)*, Genoa C.L.F. Working paper - SSRN Series, draft gennaio 2026.

49 Il *SupTech* può infatti anche essere foriero di controlli automatizzati che incrementano la *compliance* sostanziale, se si vuole, M. Passalacqua, FinTech *e regolazione digitale. Verso una* cyber-*vigilanza?*, in P. Gaggero (a cura di), Regulating Technological Driven Finance, Bari, 2026, 201-204, su una possibile distinzione tra regole informatiche e regole algoritmiche.

50 Per maggiori approfondimenti sulla necessaria evoluzione della funzione di controllo in chiave cooperativa, *infra* § 5.

te su basi dati fornite dall'autorità.

La rilevanza di queste innovazioni per il settore finanziario nell'ottica dell'Unione del risparmio e degli investimenti è correlata al ruolo di Esma come importante snodo per attuare l'interoperabilità tra i sistemi degli Stati membri[51]. Grazie al pacchetto legislativo ESAP (*European Single Access Point*)[52], ad essa fa capo la piattaforma centralizzata che riceverà da organismi di raccolta nazionali informazioni finanziarie e non, relative alle imprese e ai loro prodotti finanziari nell'UE, ampliandone la visibilità e la platea dei potenziali investitori. Nella citata proposta di Regolamento quadro si allinea il mandato dell'Esma «agli obiettivi di promuovere l'innovazione, la vigilanza basata sui dati e un'applicazione efficace» (Considerando 11)[53]. Tale banca dati europea può essere utilizzata anche a fini di *SupTech*[54], automatizzando e centralizzando l'enforcement. La piattaforma di dati comprende infatti tecnologie di vigilanza e altri strumenti pertinenti per migliorare le capacità di analisi e monitoraggio e agevolare la collaborazione tra le autorità (nuovo art. 35 *quater*, come introdotto dall'art. 1, *Modifiche del regolamento (UE) n. 1095/2010*).

L'attribuzione all'Autorità europea del potere di individuare la tecnologia di vigilanza è un importante indice di accentramento e della capacità di indirizzare la relativa funzione pubblica.

D'altro canto, la centralizzazione dei dati e la loro condivisione in tempo reale con i re-

51 Sul tema dello scambio di informazioni a livello europeo, e lo sviluppo di reti interoperabili, si veda S. Faro, *Informazione (Società della)*, in M.P. Chiti, G. Greco (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo europeo*, parte speciale, vol. III, Milano, 2007, II ed., 1287 e ss. Più di recente cfr. M. Falcone, *Ripensare il potere conoscitivo pubblico tra algoritmi e* big data, Napoli, 2023, utile base per approfondire le correlazioni tra vigilanza informativa e nuove pratiche di conoscenza algoritmica. Ricordano le norme volte a incentivare lo scambio di dati finanziari, all'interno di uno "spazio comune" loro dedicato, già annunciato nella Strategia europea per i dati, M. Rabitti, A. Sciarrone Alibrandi, *RegTech e SupTech*, in A. Pajno, F. Donati, A. Perrucci (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, vol. III, Bologna, 2022, 452. Da ultimo, più ampia la riflessione di F. Di Porto, D. Foà, *The Metaverse: Interoperability as Governance*, in F. Di Porto, O. Pollicino (eds.), *Law and Politics of Virtual Worlds How NFTs and Metaverse are Reshaping Legal Systems*, Cham, 2026, 25 ss.

52 Formato da 19 regolamenti e 16 direttive – Regolamento (UE) 2023/2859 (Regolamento istitutivo ESAP), il Regolamento (UE) 2023/2869 (Regolamento *Omnibus*) e la Direttiva (UE) 2023/2864 (Direttiva *Omnibus*) –, la cui attuazione è scandita in tre fasi: avvio a luglio 2026, entrata in funzione dalla metà del 2027, regime completo entro il 2030.

53 Si vedano gli articoli 1, 4 e 8 della Proposta di Regolamento quadro COM(2025) 943, cit., *sull'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'Unione.*

54 Per un aggiornamento sulla diffusione del controllo pubblico automatizzato sul settore, Cambridge SupTech Lab, *State of SupTech Report 2023*, Cambridge, 2023, *www.cambridgesuptechlab.org/SOS.*; P. Deriu, S. Racioppi, *Riflessioni in tema di intelligenza artificiale e attività di vigilanza*, Consob, Quaderni FinTech n. 15, 2025, 43-54; Oecd, *L'intelligenza artificiale nei mercati finanziari italiani*, Parigi, 2026, *https://doi.org/10.1787/6f42c977-en*, 49-54.

golati[55] sono destinate a incidere sull'essenza stessa del controllo pubblico, consentendone un esercizio precauzionale, in cui ancor di più regolazione e vigilanza si sovrappongono[56], fondendosi in un tutt'uno, dotato di un più ampio spettro di capacità di tutela. È uno strumentario che consente di intervenire prima della frode o del danno, proteggendo la fiducia degli investitori.

Si cominciano così a comprendere meglio le ragioni della scelta del legislatore europeo di non estendere le norme sui sistemi algoritmici ad alto rischio a quelli utilizzati dagli apparati amministrativi per fini generali di *compliance* e dunque di interpretazione delle condotte[57]. Essi possono infatti diventare nuovo prezioso vettore dell'integrazione che trasforma l'*enforcement* digitale in una infrastruttura legale del mercato: centrale, unitaria e automatizzata.

3. Verso un regime europeo di semplificazione nell'Unione del risparmio e degli investimenti

Il passaggio dall'*enforcement* nazionale alla infrastruttura digitale europea di vigilanza consente ora di comprendere perché la semplificazione assuma una dimensione organizzativa sovranazionale.

Sul piano interno, la semplificazione rappresenta un problema storico e tuttora irrisolto, con il quale dovette confrontarsi già Cavour prima dell'unificazione del Regno d'Italia[58].

Tale esigenza appare ancor più urgente nel settore dei mercati finanziari, fondati su una semplificazione cognitiva prima ancora che giuridica, dove, come osservava Paolo Grossi, il bene immateriale è diventato «un'espressione simbolica» grazie a «congegni informatici»[59].

---

55 Per esempi in tal senso si rinvia a C. Coglianese, *Building Better Compliance*, cit., 211, note 84 e 85, con riferimento al *cloud computing program* della SEC, che consente agli elaboratori dell'agenzia di monitorare le attività di *trading* in tempo reale, prevedendo in millisecondi se una transazione finanziaria sia il risultato di *insider trading* e quindi bloccando o annullando automaticamente le operazioni sulla base di tali previsioni; in tema anche C. Coglianese, D. Lehr, *Regulating by Robot: Administrative Decision Making in the Machine-Learning Era*, in *Georgetown Law Journal*, vol. 105, 2017, 1147 ss.

56 È significativo, in tal senso, che già Esma si caratterizzi – *unicum* nel panorama europeo delle autorità finanziarie – per il cumulo soggettivo delle due funzioni di regolazione e vigilanza.

57 Contrariamente a quanto previsto per gli apparati giurisdizionali; in tema, sia consentito rinviare a M. Passalacqua, *Quando la regolazione si fa algoritmo: IA e piattaforme digitali per gli acquisti pubblici*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2025, 2, 380 ss, in part. 382 e nota 147.

58 Ne dà conto, in una voce ricca di riferimenti storici, A. Celotto, *Potere e burocrazia*, in *Enc. dir.*, *I tematici*, vol. V, Milano, 2023, 449, dove fa riflettere che lo stesso Gesù di Nazareth, come illustrano i vangeli, nacque a Betlemme per una questione burocratica legata al grande censimento del Governatore Quirino, per cui Giuseppe dovette rientrare nella città di origine.

59 P. Grossi, *La proprietà e le proprietà, oggi*, in G. Collura (a cura di), *Coordinamento dei dottorati di ricerca in diritto privato*, Atti del X Incontro nazionale, Firenze 25-26 gennaio, Milano, 2009, 18; Id., *I beni: itinerarii fra 'moderno' e 'pos-moderno'*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, 4, 1067.

Ciononostante, l'architettura giuridica dei mercati finanziari, ancora frammentata negli ordinamenti dei 27 Stati membri, è divenuta ostacolo preliminare e fattore di resistenza al pieno dispiegarsi di un possibile *design* unitario, che oggi potrebbe trovare nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione uno strumento di concreta realizzazione[60].

Nel settore finanziario, l'Unione non sceglie così di "*legiferare meglio*" semplificando il diritto europeo (si pensi ai pacchetti *omnibus*, in particolare il IV "per ridurre la burocrazia, diminuire i costi e modernizzare le norme dell'UE"), ma di riproporre, almeno in parte, un modello organizzativo della vigilanza già sperimentato per il mercato bancario.

L'agenda di semplificazione si sostanzia infatti in una maggiore integrazione dei mercati finanziari. Ciò avviene, in primo luogo, attraverso l'incremento della funzione di vigilanza diretta dell'Esma[61], estesa ai soggetti significativi del settore delle infrastrutture di mercato, per la negoziazione e la post-negoziazione[62], nonché a tutti i prestatori di servizi per le cripto-attività. In secondo luogo, mediante il rafforzamento degli strumenti di convergenza in materia di vigilanza sui mercati dei capitali[63]. Si introduce, inoltre, lo *status* di operatore di mercato paneuropeo (*Pan-European Market Operator*-PEMO), consentendo ai gruppi con sedi di negoziazione in più Stati membri di scegliere di operare con un'unica licenza, attraverso una sola entità giuridica e sotto la vigilanza

60 Sulla regolazione digitale, sia consentito il rinvio a M. Passalacqua, *Quando la regolazione si fa* algoritmo, cit., 352 ss.; M. Passalacqua, T. Favaro, *RegTech and SupTech: A Proposal for Blockchain-Certified Computational Regulation*, in *European Law and Finance Review*, 2025, 2, 146 ss.

61 Il progressivo rafforzamento dell'*European Securities and Markets Authority* è evidenziato da G. Vesperini, *I cinquanta anni della Consob*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2025, 3, 668 e 676-679. Per un'analisi puntuale dei più recenti poteri di vigilanza diretta assegnati all'Esma e sulle sue peculiarità rispetto a Eba ed Eiopa, A. Magliari, *La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2018, 2, 397 ss. e 426 ss. Più diffusamente, cfr. N. Moloney, *The Age of Esma: Governing EU Financial Markets*, Oxford, 2018.

62 Sulla base delle stime attuali, circa 9 gruppi di negoziazione sarebbero soggetti alla vigilanza dell'Esma, fonte: Commissione europea, 4 dicembre 2025.

63 Il pacchetto legislativo sull'integrazione dei mercati e la vigilanza (c.d. *Market Integration and Supervision Package-MISP*) comprende tre proposte legislative del 4 dicembre 2025: il già ricordato Regolamento quadro (COM(2025) 943) *sull'ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati dei capitali e della vigilanza nell'Unione*; la Direttiva quadro (COM(2025)942) *che modifica le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE riguardanti l'integrazione dei mercati e le attività di vigilanza sugli OICVM, le società di gestione e i GEFIA nonché la prestazione di servizi di deposito*; e la direttiva 2014/65/CE *sull'armonizzazione delle norme applicabili all'autorizzazione dei mercati regolamentati e al funzionamento delle sedi di negoziazione*; il Regolamento sul carattere definitivo del "*settlement*" (COM(2025) 941), dove si trasforma in *Regulation* la *Settlement Finality Directive* (98/26/CE), volta a ridurre il rischio sistemico nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli all'interno dell'UE, garantendo il carattere definitivo e l'irrevocabilità degli ordini di trasferimento una volta immessi in un sistema designato, anche in caso di insolvenza di un partecipante. Per una prima descrizione F. Annunziata, *Il pacchetto legislativo per l'integrazione dei mercati finanziari. Le proposte della Commissione europea*, in *dirittobancario.it*, gennaio 2026.

esclusiva dell'Esma[64].

La prospettata riforma è in grado di produrre un effetto diretto negli Stati membri che hanno sistemi di vigilanza ripartiti funzionalmente tra Banca centrale e autorità di settore (ipotesi non frequentemente ricorrente nell'Unione bancaria), imponendone una semplificazione dall'esterno. Non si tratta di un intervento europeo su "come" semplificare attraverso i canoni della *better regulation*, ma di un intervento su "cosa" semplificare.

Alla luce di questo panorama evolutivo dobbiamo dunque leggere la scelta di revisionare il TUF snellendo gli oneri di vigilanza derivanti dal ridondante intreccio di competenze, destinato altrimenti a trovare, nei fatti, una soluzione *per saltum* nel diritto unionale. Sul prossimo sviluppo degli equilibri istituzionali inciderà, infatti, il mutamento della *governance* dell'Esma, con l'introduzione di un comitato esecutivo, composto da 5 membri indipendenti (oltre al Presidente dell'Autorità), competente alle decisioni in materia di vigilanza, che affiancherà il consiglio di gestione formato dalle autorità nazionali[65], cui residuerà un potere di non obiezione.

In definitiva, la creazione dell'Unione bancaria europea non sembra aver avuto come obiettivo diretto la semplificazione, neppure per il meccanismo unico di supervisione. Non a caso, come si è detto, la vigilanza regolamentare non si è semplificata, sebbene si sia raggiunto lo scopo di ridurre i margini di autonomia delle Autorità nazionali nella sua applicazione[66].

Innanzitutto, con l'Ube era importante attribuire al titolare dei poteri di politica monetaria compiti di vigilanza prudenziale, anche per sedare la crisi dei debiti sovrani e rafforzare il "*Whatever it takes*" di Mario Draghi nel tentativo di ergere la Banca centrale

64 Esma sarà titolare di una funzione di vigilanza diretta su controparti centrali significative (CCP), depositari centrali significativi di titoli (CSD), sedi di negoziazione significative, nonché gestori del mercato paneuropeo (e sedi di negoziazione gestite da tali PEMO). La rilevanza sarà valutata sulla base di criteri dettagliati stabiliti nelle diverse normative settoriali. I criteri comprendono la portata, l'attività transfrontaliera, l'interconnessione con altre infrastrutture o mercati e il potenziale impatto sulla stabilità finanziaria. Inoltre, tutti i prestatori di servizi per le cripto-attività (CASP) saranno autorizzati e controllati direttamente dall'Esma, rispecchiando la natura transfrontaliera innata delle attività cripto.

65 Attualmente, l'art. 40, par. 4, del Regolamento (UE) n. 1095/2010 (Esma) del 24 novembre 2010 recita: «Negli Stati membri in cui più di un'autorità è responsabile della vigilanza ai sensi del presente regolamento, tali autorità si accordano su un rappresentante comune. Tuttavia, quando un punto previsto per la discussione del consiglio delle autorità di vigilanza non rientra nella competenza dell'autorità nazionale rappresentata dal membro di cui al paragrafo 1 lettera b), detto membro può portare un rappresentante dell'autorità nazionale competente, senza diritto di voto».

66 Come osserva A. Magliari, *L'indipendenza delle autorità di vigilanza finanziaria*, cit., 427, nell'ambito dell'Unione bancaria, «si vuole, cioè, che "l'indipendenza 'europea' delle amministrazioni nazionali si traduc[a] in sottrazione di ciascuna di esse rispetto all'indirizzo politico dei rispettivi governi" (S. Battini), in modo tale da (ri)configurare le autorità nazionali alla stregua di mere articolazioni periferiche di un medesimo plesso organizzativo indipendente».

europea a prestatore di ultima istanza[67]. Inoltre, come già avvenuto con la creazione delle Esas, si voleva uniformare la vigilanza nazionale più che semplificarla.

Adesso, nell'Unione del risparmio e degli investimenti, la riorganizzazione della vigilanza finanziaria europea, come si accennava, si ispira espressamente al principio di coerenza (*supra* § 2), che nell'Unione bancaria era invece associato ai risultati della convergenza della supervisione, i quali ultimi dovevano essere coerenti. Se ora è la stessa vigilanza a dover essere coerente, si incrementa la necessità di integrazione delle autorità nazionali, richiedendo il superamento di frammentazioni e oneri di vigilanza interni. In altre parole, la semplificazione diventa un presupposto ineliminabile della uniformazione.

Insomma, ritengo che la pressante esigenza di «razionalizzazione e semplificazione del quadro istituzionale»[68] finisca per attingere direttamente le strutture del controllo dei singoli Stati. L'effetto è un maggiore e più diretto impatto del diritto europeo sulle organizzazioni amministrative nazionali, la cui evidenza culmina nella previsione di una "presenza locale" dell'Esma nei loro territori[69].

La riforma proposta, imponendo alle Esas la semplificazione delle regolazioni tecniche e della *soft law*[70] e un parziale ulteriore accentramento della vigilanza sui mercati dei capitali, è un modo per realizzare la semplificazione a discapito dell'autonomia e del

67 Ruolo di cui tuttora formalmente difetta.

68 Richiamata da F. Annunziata, *Unione europea e disciplina del mercato finanziario: uno sguardo d'insieme*, in *Analisi giur. econ.*, 2025, 2, 512 ss. e spec. 514, la cui conclusione muove da una più ampia analisi degli assetti dei mercati finanziari europei. L'A. ricorda che, attualmente, il Regolamento MiCA attribuisce direttamente all'Eba la vigilanza sugli emittenti di *asset-referenced tokens* di significativa dimensione, lasciando la vigilanza sui prestatori di servizi per le cripto-attività alle autorità nazionali competenti. Lo stesso evidenzia poi che il Regolamento Amla emula il MUV nell'attribuzione di funzioni di vigilanza diretta all'Autorità europea antiriciclaggio; mentre il Regolamento sull'intelligenza artificiale fonda un quadro composito di autorità e funzioni di vigilanza frammentate nelle diversità degli Stati membri.

69 Del resto, come già scriveva due anni orsono A. Magliari, *L'indipendenza delle autorità di vigilanza finanziaria*, 428, «con l'assottigliarsi della distinzione tra i due livelli ordinamentali e l'accentramento delle funzioni regolatorie e di vigilanza a livello europeo è, in altri termini, inevitabile che si producano condizionamenti "osmotici" sempre più penetranti sull'autonomia istituzionale degli Stati e sulle rispettive scelte organizzative», avvertendo però che tale processo debba essere veicolato da fonti del diritto secondario, come appunto quelle qui in esame.

70 Esse sono già state chiamate a «rimuovere obblighi di informativa e divulgazione ridondanti o obsoleti e ridurre al minimo i costi, preservando nel contempo l'usabilità e la qualità dei dati; garantire obblighi di informativa e divulgazione proporzionati e uniformi; e colmare le lacune normative relative agli obblighi di informativa e divulgazione», cfr. Regolamento (UE) 2025/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 ottobre 2025, nella parte in cui introduce la lett. d) all'art. 29, par. 1, dei regolamenti istitutivi delle Esas.

pluralismo degli ordinamenti nazionali[71]. Si tratta di una conseguenza inevitabile dell'integrazione.

In aggiunta, il perseguimento della coerenza verticale, in ambiti in cui permangono competenze di vigilanza degli Stati membri, conduce a proporre un incremento dei poteri gerarchici dell'Esma[72], che non sono più limitati al coordinamento forzoso in caso di emergenza o di conflitto tra autorità nazionali, né circoscritti a specifici strumenti o attività finanziarie in ipotesi di inerzia o mancanza di soluzioni idonee delle autorità competenti[73]. Emerge infatti una sorta di supremazia "censoria" dell'Autorità europea, che, massimizzando la sua "posizione di vertice"[74], interviene con provvedimenti amministrativi a sindacare il cattivo esercizio della vigilanza nazionale[75].

In particolare, Esma acquisisce il potere di intervenire qualora un'autorità competente non vigili efficacemente sui partecipanti al mercato, imponendo il suo parere prima di concedere l'approvazione a prodotti, servizi, attività o soggetti finanziari in tale settore (Articolo 17 *bis bis* come introdotto dall'art. 1 *Modifiche del regolamento (UE) n. 1095/2010*). In caso di grave violazione del diritto europeo che potrebbe compromettere l'integrità dei mercati finanziari, la stabilità finanziaria o la tutela degli investitori, nella proposta, si assegna all'Esma il potere di sospendere i diritti di prestare servizi su base transfrontaliera, dapprima ordinandolo all'Autorità competente (Articolo 17 *bis bis bis* come introdotto dall'art. 1 *Modifiche del regolamento (UE) n. 1095/2010)*[76]. Le due norme, attualmente in discussione, sembrano segnare un quadro molto diverso da quello

71 In generale, sul tema, per tutti, la compiuta ricostruzione di M. Lottini, *Principio di autonomia istituzionale e pubbliche amministrazioni nel diritto dell'Unione Europea*, Torino, 2017. L'esigenza di superare l'assetto delle vigilanze nazionali, "troppo frammentate" in modelli diversificati e difficilmente compatibili con la realizzazione della *Capital Markets Union*, era già evidenziata da F. Annunziata, *La supervisione sul mercato dei capitali dopo due crisi: notarelle minime*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. 1, 111-112.

72 Considera, in generale, le autorità finanziarie europee fin dall'origine titolari di poteri di supremazia nei confronti delle autorità nazionali di settore, B. Marchetti, *Sviluppi recenti nell'amministrazione dell'Unione europea: integrazione, disintegrazione o rigenerazione?*, in *Rivista trimestrale di diritto* pubblico, 2018, 2, 522. Sulla questione, la dottrina italiana ed europea non è pacifica, ne dà conto A. Magliari, *La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza finanziaria*, cit., 422, in part. nota 104.

73 Il riferimento è ai poteri di intervento temporaneo dell'Esma, introdotti dall'art. 40 del Regolamento (UE) 2014/600, i quali presuppongono che «un'autorità competente o le autorità competenti non [abbiano] adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non s[ia]no sufficienti per farvi fronte».

74 Sulle autorità europee al vertice del sistema settoriale, E. Bruti Liberati, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, politica e democrazia*, Torino, 2019, 93.

75 Laddove, anche la riforma delle Esas del 2019 si limitava ad incrementare i poteri di Esma di conformazione delle vigilanze nazionali, attraverso originali strumenti di programmazione, monitoraggio e verifiche "tra pari" della convergenza raggiunta, in tema A. Magliari, *La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza finanziaria*, cit., 403 ss.

76 Molto critico sull'attribuzione di tali poteri correttivi a Esma è il Position paper di Assogestioni, su *Market Integration and Supervision Package (MISP)*, cit., 7-8.

dell'Unione bancaria[77].

Simili ampi poteri sostitutivi non paiono rinvenibili in capo alla Bce nell'ambito dell'Ube[78]. In tale contesto, infatti, il grado di integrazione sancito dal Trattato[79] ha suggerito un approccio non gerarchico, fondato, da un lato, su meccanismi procedimentali volti a soddisfare esigenze di coordinamento e uniformazione, e, dall'altro, sulla traslazione dell'attribuzione di taluni poteri direttamente alla Banca centrale europea.

In breve, nell'Unione del risparmio, il pacchetto *MISP* intende eliminare «prassi di vigilanza non allineate» e «strumenti e poteri di convergenza poco efficaci in materia di vigilanza a livello dell'UE», orientando gli Stati membri verso un modello istituzionale meno diversificato. Come per l'Ube il baricentro è l'*enforcement*, ma nel settore finan-

77 Sottolinea come la centralizzazione della vigilanza, sperimentata nell'Unione bancaria, non sia replicabile in altri mercati, F. Bassan, *Capitali, investimenti e risparmio: il contesto europeo*, in A. Sacco Ginevri (a cura di), *op. cit.*, 228.

78 Come osservato dal Tribunale di primo grado, nella nota sentenza *Landeskreditbank Baden - Württemberg*, «tale subordinazione non si spinge sino alla possibilità per la Bce di trasmettere orientamenti individuali ad un'autorità nazionale», sebbene, ai sensi dell'art. 6, par. 5, lett. b), del Regolamento (UE) 2013/1024, la medesima possa privare un'autorità nazionale della sua competenza di vigilanza diretta su un soggetto (16 maggio 2017, sez. IV ampl., causa T-122/15 pt. 61). Questo è però giustificato da una competenza esclusiva dell'Unione a cui non corrisponde una competenza nazionale (cfr. pt. 72): gli apparati interni diventano meri mezzi esecutivi del controllo di Bce, unica autorità titolare della funzione di vigilanza prudenziale. La competenza esclusiva di Bce su tutte le banche aventi sede nell'Unione monetaria è poi confermata dalla sentenza della Corte di Giustizia di rigetto dell'impugnazione della pronuncia di primo grado appena menzionata (8 maggio 2019, sez. I, causa C-450/17 P, pt. 36-41); si vedano anche le Conclusioni dell'avvocato generale, Gerard William Hogan, presentate il 5 dicembre 2018, dove si sottolinea la «vasta estensione delle competenze attribuite alla Bce nei confronti dei soggetti meno significativi e del ruolo chiaramente secondario o accessorio svolto, a tal riguardo, dalle autorità nazionali competenti» (pt. 53). Per un commento cfr. A. Magliari, *Il sistema di ripartizione delle competenze all'interno del Single Supervisory Mechanism: una questione di "significatività". Considerazioni critiche a margine della sentenza Landeskreditbank Baden-Württemberg c. Bce*, in questa *Rivista*, 2017, 3, II, 65 ss., in cui si dà conto di come le pronunce in questione abbiano sovvertito la posizione dottrinaria fino ad allora prevalente, che propendeva, al più, per una competenza concorrente tra Bce e autorità nazionali in materia di vigilanza sugli enti creditizi meno significativi.

79 Il Sebc è governato dagli organi decisionali della Bce (art. 8), tra cui il consiglio direttivo, al quale devono partecipare i governatori delle banche centrali nazionali (art. 10), che agiscono secondo gli indirizzi e le istruzioni della stessa Bce (art. 14, par. 3). Quest'ultima può avvalersi delle banche centrali nazionali per eseguire operazioni che rientrano nei compiti del Sebc (art. 12, par. 1). Così il Protocollo (n. 4) *sullo statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea* allegato al TFUE.

ziario le situazioni di partenza degli Stati membri sono assai dissimili[80], e soprattutto gli strumenti di governo delle differenze cui si intende ricorrere sembrano rivelare l'esigenza di un rafforzamento dei poteri accentrati nell'autorità di vigilanza europea per dirigere dall'alto le autorità nazionali.

Si tenta in sostanza di introdurre interventi più calibrati sulla sostituzione preventiva delle Autorità nazionali competenti che sulla (più complessa) attività di armonizzazione delle loro pratiche.

Siamo dinnanzi a un'evoluzione dei modelli organizzativi dell'integrazione europea della vigilanza. Fermo restando l'archetipo della vigilanza unica, si avvia una fase di transizione in cui alla cooperazione rafforzata tipica del Sevif si affiancano più generalizzati moduli di integrazione in supremazia[81], anche in considerazione del fatto che, diversamente da quanto accade per Sebc, il Trattato non dispone alcun vincolo sul modello organizzativo del controllo pubblico sul mercato finanziario europeo.

80 Oltre al modello istituzionale, fondato sulla natura del soggetto vigilato, alcuni ordinamenti europei presentano un modello di vigilanza funzionalmente ripartito, nel quale le competenze sono distribuite tra autorità preposte alla trasparenza e al corretto funzionamento dei mercati e autorità incaricate dei profili prudenziali e di stabilità degli intermediari. In tale prospettiva, l'Italia costituisce un esempio di assetto ibrido o misto, nel quale la ripartizione tra Consob e Banca d'Italia riflette la distinzione tra vigilanza sulla trasparenza e vigilanza prudenziale, ma si combina, a seconda delle materie, con criteri di riparto per soggetti, cfr. R. Lener, E. Rulli, *La vigilanza sui mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 4, 449-451, 457. Con le dovute specificità, un'articolazione funzionale delle competenze si riscontra anche in Francia, ove operano l'*Autorité des Marchés Financiers* e l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*. In altri ordinamenti si rinvengono invece assetti maggiormente accentrati o integrati, come avviene, ad esempio, in Danimarca (*Finanstilsynet*), Svezia (*Finansinspektionen*), Finlandia (*Finanssivalvonta*), Germania (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) e Austria (*Finanzmarktaufsicht*). Vi sono poi sistemi più compositi, nei quali la distribuzione delle funzioni di vigilanza dipende dal settore considerato e dal tipo di attività vigilata, come mostra la varietà delle autorità nazionali competenti indicate da Esma nei diversi ambiti della regolazione finanziaria. Sull'eterogeneità degli assetti nazionali di vigilanza finanziaria nell'Unione europea, cfr. Bce, *European System of Financial Supervision* e *Integrated supervision as a pillar of European capital markets*, in *Financial integration and structure in the euro area*, maggio 2026, 34-37; Bis, Fsi, *Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?*, aprile 2018, che distingue tra modelli settoriali, integrati e parzialmente integrati, incluso il modello c.d. *Twin Peaks*. Quest'ultimo archetipo, applicato ad esempio in Australia e Olanda, è stato per un certo tempo evocato anche nel dibattito europeo, nella prospettiva di unificare Eba ed Eiopa in un'unica autorità di vigilanza prudenziale per i settori bancario e assicurativo, lasciando a Esma il controllo della trasparenza dei mercati; sul punto, cfr. V. Santoro, *Una nuova architettura europea di vigilanza finanziaria?*, in *Banca imp. soc.*, 2018, 2, 193.

81 Sui modelli di integrazione europea in materia di vigilanza A. Barone, G. Drago, C. Nicolosi, *op. cit.*, 672-674; M. De Bellis, *European financial supervision after the crisis: multi-speed models within a two-track framework*, in E. Chiti, G. Vesperini (a cura di), *The Administrative Architecture of Financial Integration. Institutional Design, Legal Issues, Perspectives*, Bologna, 2015, 59 ss.

4. Il riordino delle competenze delle Autorità di vigilanza nel TUF revisionato

Come recita la Relazione illustrativa al decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47, «l'obiettivo di contenere gli oneri di vigilanza e di perseguire l'efficace svolgimento dei rapporti tra Autorità e partecipanti al mercato»[82] è alla base delle modifiche delle competenze di Banca d'Italia e Consob in materia di servizi e attività d'investimento (art. 2)[83], gestione

82 *Relazione illustrativa* allo Schema di decreto legislativo (AC n. 331), 2. In particolare, «viene compiuto un riordino nelle deleghe regolamentari specificamente attribuite alla Consob e alla Banca d'Italia. [..] Le autorità di vigilanza vengono, così, espressamente incaricate di esercitare i propri poteri regolamentari dovendo individuare gli aspetti rilevanti con cui promuovere, in sede di normazione secondaria, lo sviluppo positivo dei mercati e delle imprese assicurando, così, che la normativa da essi adottata sia uno strumento utile anche a tali scopi», *Relazione Illustrativa, Analisi di impatto della regolazione*, par. 2 *Obiettivi dell'intervento e relativi indicatori*, 6.

83 Le lettere n) e o) dell'art. 2 intervengono sugli artt. 13 e 14 TUF, eliminando le attribuzioni della Consob in materia di disciplina e di poteri relativi alla verifica dei requisiti di idoneità degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale dei soggetti abilitati (ossia, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio, Sicav e Sicaf), con conseguente concentrazione delle relative competenze in capo alla Banca d'Italia, coerentemente con la riconduzione di tali profili alla sana e prudente gestione. La lettera aa) modifica l'art. 26 TUF, trasferendo dalla Consob alla Banca d'Italia le competenze relative alle comunicazioni e autorizzazioni concernenti l'operatività all'estero delle SIM italiane, fermo restando il parere della Consob nei casi di prestazione di attività non ammesse al mutuo riconoscimento in altri Stati UE e di operatività in Stati non UE. La lettera bb), infine, modifica l'art. 28 TUF, eliminando il parere della Banca d'Italia alla Consob nei casi di libera prestazione in Italia, da parte di imprese di paesi terzi diverse dalle banche, di servizi e attività di investimento nei confronti di controparti qualificate o clienti professionali, sul presupposto che i profili prudenziali e di stabilità patrimoniale restano affidati all'autorità del Paese di origine.

collettiva del risparmio (art. 3)[84] e mercati (art. 4)[85].

Da tempo, in verità, si è ravvisato che l'architettura delle competenze di Banca d'Italia e Consob duplicasse gli oneri amministrativi per i privati destinatari[86].

Alla luce dei nuovi paradigmi della semplificazione europea, nel percorso verso l'Unione del risparmio (*supra* § 3), l'articolato riparto delle competenze tra le due autorità nazionali è sembrato ancor più distonico, palesandosi come un elemento di contrasto alla ricercata coerenza orizzontale della vigilanza, la quale si raggiunge più speditamente riducendo il numero dei plessi amministrativi in dialogo. Ricondurre ad un'unica autorità il potere autorizzatorio, regolamentare e di orientamento dei partecipanti al mercato riduce il rischio di mediazioni intermedie, conducenti a un'applicazione incoerente del diritto dell'UE.

Con riferimento ai mercati, «l'attuale disciplina delle varie sedi di negoziazione presenta una serie di peculiarità tipicamente nazionali, sulle quali la riforma interviene

84 Se ne veda la lett. d), che modifica l'art. 34 TUF, assegnando alla sola Banca d'Italia il potere autorizzativo sulle operazioni di fusione o di scissione delle società di gestione del risparmio, con eliminazione del parere della Consob, in considerazione della prevalenza, nell'esame di tali iniziative, dei profili di sana e prudente gestione e di contenimento dei rischi. La lett. u) introduce la disciplina dei GEFIA sottosoglia registrati, definendo un regime di registrazione e di vigilanza più circoscritto rispetto a quello dei gestori autorizzati e delimitando, secondo le rispettive competenze, i poteri della Banca d'Italia e della Consob. La lett. v) modifica l'art. 36 TUF, relativo ai fondi comuni d'investimento, attribuendo alla Banca d'Italia il potere di determinare i criteri generali di redazione e il contenuto minimo del regolamento del fondo diverso dal FIA riservato, con eliminazione del parere della Consob. La lett. mm) modifica l'art. 42 TUF, ai commi 1, 3 e 4 *bis*, attribuendo esclusivamente alla Consob la competenza regolamentare in materia di commercializzazione in Italia di quote o azioni di OICVM costituiti in uno Stato dell'Unione europea diverso dall'Italia, con soppressione del parere della Banca d'Italia. La lett. nn) sopprime la previsione del parere della Banca d'Italia per l'adozione, da parte della Consob, della disciplina relativa alla pre-commercializzazione dei FIA riservati. La lett. pp) modifica l'art. 44 TUF, attribuendo esclusivamente alla Consob la competenza regolamentare sulla procedura di notifica della commercializzazione e sulla disciplina relativa alle "*local facilities*", eliminando il riferimento al parere della Banca d'Italia; l'intervento si pone in coerenza con le modifiche che individuano la Consob quale autorità competente per la disciplina delle procedure di commercializzazione degli OICR. La lett. vv) modifica l'art. 47 TUF, eliminando il parere della Consob alla Banca d'Italia sulla disciplina delle condizioni per l'assunzione dell'incarico di depositario, atteso che il procedimento autorizzativo rientra nella competenza della Banca d'Italia. La lett. zz) modifica l'art. 48 TUF, relativo ai compiti del depositario, eliminando il parere della Consob alla Banca d'Italia sull'adozione delle relative norme di attuazione, tenuto conto che la materia attiene alla competenza della Banca d'Italia. La lett. aaa), infine, modifica l'art. 49, comma 3, TUF, eliminando il riferimento al parere della Consob sulla normativa secondaria che individua i casi in cui gli accordi scritti tra gestori, depositario e terzo sono consentiti e il loro contenuto minimo.

85 Su cui meglio *infra* nel testo.

86 D. Siclari, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 4, 493, stigmatizza il frequente doppio invio di documentazione a Consob e Banca d'Italia, secondo l'A. spesso derivante da *overlapping* regolamentare imputabile al diritto europeo. Altri, per giustificare il ricorso al menzionato modello *Twin Peaks*, hanno aspramente criticato la sovrapposizione di competenze di vigilanza fra Banca d'Italia e Consob, così D. Schoenmaker, N. Véron, *A «twin peaks» vision for Europe*, 2017, 4-5, reperibile su *http://bruegel.org*.

in un'ottica di ulteriore semplificazione. [..] Le modifiche riguardano principalmente i poteri regolamentari e d'intervento della Consob e la disciplina delle modifiche ai regolamenti dei mercati»[87].

Per alleggerire l'intreccio di attribuzioni, si sostituiscono alcune ipotesi di intesa tra le due Autorità con il parere di Banca d'Italia[88]. Si elimina inoltre il potere di autorizzazione preventiva di Consob sulle modifiche ai regolamenti dei mercati[89], diversi da quelli all'ingrosso dei titoli di Stato[90], sostituendolo con un controllo concomitante di tipo correttivo[91], maggiormente dialogico, che consente al gestore del mercato di recepire le indicazioni della vigilanza già nella fase di formazione della decisione modificativa. Analogamente, per le modifiche ai regolamenti dei servizi dei depositari centrali si supera la preventiva intesa tra le due Autorità, introducendo poteri della sola Consob di richiedere modifiche "*in itinere*" della proposta del depositario[92]. Si operano infine delegificazioni, rimettendo la disciplina alle fonti terziarie della Commissione nazionale[93], nell'ottica di realizzare una più veloce convergenza con la regolazione europea.

Nello spirito della legge, più in generale, il miglior coordinamento tra le due Autorità – volto a superare la duplicazione degli adempimenti gravanti sui regolati – viene perseguito grazie a una delegificazione *tout court* della semplificazione amministrativa, demandata al loro potere regolamentare, anche congiunto. Consob e Banca d'Italia sono infatti chiamate a individuare esse stesse **«**ipotesi di semplificazione dei procedi-

87 *Relazione illustrativa*, cit., 47.

88 Art. 4, d.lgs. n. 47/2026, lett. m), in materia di riconoscimento delle controparti centrali (CCP) dei Paesi terzi; lett. o), in materia di attività transfrontaliera di depositari centrali (CSD) e di depositari di paesi terzi stabiliti in Italia; lett. s), in materia di accesso ai depositari centrali; lett. t) in materia di accesso tra sedi di negoziazione e infrastrutture di *post-trading*.

89 Art. 4, lett. d), d.lgs. n. 47/2026.

90 Le modifiche dei regolamenti dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei sistemi organizzati di negoziazione che trattano all'ingrosso titoli di Stato sono rimesse, invece, alla competenza della Banca d'Italia (art. 4, lett. a, d.lgs. n. 47/2026).

91 Si tratta di un potere ormai tipizzato, se si vuole, M. Passalacqua, *Poteri regolatori di tutela anticipata e vigilanza correttiva*, in questa *Rivista*, 2025, 4, I, 71 ss. Di diverso avviso, invece, L. Enriques, *op. cit.*, 36-37, che lo considera "anomalo": «un'autorità pubblica verrebbe così direttamente a imporre i contenuti del regolamento del mercato, che invece è atto di esercizio dell'impresa».

92 Art. 4, lett. q), d.lgs. n. 47/2026.

93 Art. 4, lett. f), g), d.lgs. n. 47/2026.

menti»[94]. La delega, estesa a tutte le disposizioni del TUF, **è** assolutamente in bianco: non si individuano, infatti, né i procedimenti da semplificare né le forme del loro alleggerimento. La discrezionalità amministrativa di autorità altamente qualificate viene avvedutamente considerata dal legislatore delegato il modo migliore per attuare il principio di proporzionalità. Si vuole insomma che la semplificazione divenga un modo di esercitare l'autonomia della disciplina procedimentale, dal 2009 riconosciuta ai garanti dei settori regolati (art. 2, comma 5, l. n. 241/1990[95]).

Il riordino delle competenze si raggiunge, in ultimo, mediante l'assegnazione a entrambe le Autorità del compito di predisporre un sistema unitario di banche dati. A Banca d'Italia e Consob è così delegata la realizzazione di archivi informatici, agevolmente accessibili al pubblico, delle disposizioni, anche regolamentari, e degli orientamenti nelle materie disciplinate dal TUF[96]. Si tratta di uno strumento utile, ancor di più nella prospettiva delle evoluzioni del *SupTech* affidato all'Esma, di cui si è già discorso in precedenza (*supra* § 2).

5. Cooperative compliance o vigilanza collaborativa?

In materia di *compliance* da tempo gli apparati esecutivi sono andati alla ricerca di soluzioni più cooperative[97] rispetto ai tradizionali controlli successivi, suggellati dal sistema sanzionatorio. Basti pensare ai programmi di clemenza del diritto antitrust e all'accettazione degli impegni invalsa in molti settori regolati.

Al contempo, in dottrina si è stigmatizzata la concezione dell'*enforcement* come ricerca dell'inadempimento, indicando alcune azioni volte a stimolare l'adempimento volontario, fra cui il supporto offerto dall'amministrazione nella fase dell'esecuzione, all'inse-

94 Art. 3, comma 3 *quater*, d.lgs. 58/1998, come introdotto dall'art. 1, lett. b), d.lgs. n. 47/2026, secondo cui «Ai fini dell'applicazione delle disposizioni del presente decreto, la Banca d'Italia e la Consob, secondo le rispettive competenze, individuano con regolamento, se del caso congiunto ove sia prevista la partecipazione delle due Autorità: a) ipotesi di semplificazione dei procedimenti allo scopo di contenere gli oneri in capo ai soggetti vigilati». Nello stesso regolamento potranno normarsi, ai sensi della successiva lett. b), «*fattispecie* e criteri al ricorrere dei quali si applicano termini procedimentali abbreviati, anche su istanza degli interessati subordinatamente alla completezza della documentazione presentata, alla tempestività dell'invio di eventuali integrazioni e al ricorrere di presupposti di motivata rilevante urgenza».

95 Come sostituito dall'art. 7 (*Certezza dei tempi di conclusione del procedimento*), lett. b), della legge del 18 giugno 2009 n. 69.

96 Cfr. art. 3, comma 3 *bis*, d.lgs. 58/1998, come introdotto dall'art. 1, lett. b), d.lgs. n. 47/2026.

97 In argomento, cfr. M. De Benedetto, *Controlli della pubblica amministrazione sui privati: disfunzioni e rimedi*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2019, 3, 875; N. Rangone, *Making Law Effective: Behavioural Insights into Compliance*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2018, 9, 483 ss.

gna della fiducia nell'istituzione[98].

Più in generale, i costi dei controlli successivi suggeriscono di incrementare il supporto alla *compliance*[99].

A livello europeo questo approccio, volto a potenziare la conformazione, si manifesta plasticamente nella scelta di ricorrere, nei rapporti tra Unione e Stati membri, piuttosto che alla procedura formale di infrazione, al dialogo pre-infrazione (c.d. dialogo EU Pilot[100]), in grado di conseguire la conformità più rapidamente[101]. Anche in questo caso vi è infatti un *fumus* di violazione di legge (in tal caso unionale), derivante da richieste di chiarimenti o denunce, che si vuole "risolvere" di comune accordo.

A tale ordine concettuale, con una valenza squisitamente preventiva, è riconducibile la vigilanza collaborativa dell'ordinamento italiano, al contempo mezzo di semplificazione e di deterrenza. La peculiarità sta nel fatto che è sempre il privato regolato, in forza della fiducia riposta nell'Autorità, a chiederne l'intervento risolutorio.

L'istituto è espressamente formalizzato solo nella regolazione dei contratti pubblici, consistente in un controllo concomitante allo svolgimento dell'attività della stazione appaltante: dal suo avvio all'esecuzione del contratto. Il contenuto di questo potere

98 N. Rangone, *Semplificazione ed effettività dei controlli sulle imprese*, cit., 911; cfr. anche C. Hodges, *Law and Corporate Behaviour Integrating Theories of Regulation, Enforcement, Compliance and Ethics*, Londra, 2015. Tuttavia, «il caso delle AI italiane è caratterizzato dal fatto di attribuire una grande enfasi, nell'ambito delle attività di controllo, al modello della deterrenza (Becker, 1968), che tende a favorire un approccio inquisitivo e sanzionatorio, piuttosto che di promozione della *compliance*. [..] Invero, tale modello risulta utile a scoraggiare la violazione delle norme esclusivamente nei casi in cui i destinatari delle sanzioni calcolino che i costi delle [stesse] siano superiori ai costi di conformità (Kagan, Scholz, 1994)», M. Escobar, L. Lorenzoni, Compliance *ed* enforcement *della regolazione indipendente*, in G. Mazzantini, L. Tafani (a cura di), *L'analisi di impatto e gli altri strumenti per la qualità della regolazione. Annuario 2019*, Napoli, 2020, 155-156.

99 Lo evidenziano già G. Mazzantini, N. Rangone, *Strumenti (avanzati) di* better regulation *e realtà dei processi decisionali*, in G. Mazzantini, N. Rangone (a cura di), *op. cit.*, 31; si veda anche N. Rangone, *Semplificazione ed effettività dei controlli sulle imprese*, cit., 886 e 896 ss.

100 Avviato nel 2008 grazie alla Comunicazione della Commissione *Un'Europa dei risultati. Applicazione del diritto comunitario*, 5.9.2007, COM(2007) 502.

101 Ne dà conto la Commissione nella Comunicazione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Un'Europa più semplice e più rapida*, *Comunicazione sull'attuazione e la semplificazione*, 11.2.2025 COM(2025) 47, 4 e nota 13, ricordando che nel 2024 il tasso di efficacia di questa procedura collaborativa è stato del 75%. D'altro canto, l'esistenza di un problema di *compliance* anche nei rapporti dell'Unione con i suoi membri emerge dal numero delle procedure di infrazione aperte, pari a circa 1500 casi a inizio 2025, oltre 900 dei quali riguardanti il recepimento incompleto o scorretto di direttive.

sembra molto simile al parere di precontenzioso[102], strumento alternativo di risoluzione delle controversie, pacificamente considerato «non autoritativ[o], volt[o] ad orientare e non ad imporre»[103]. Probabilmente anche per questo il nuovo Codice dei contratti pubblici lo ha reso, come in origine, non vincolante[104].

La vigilanza collaborativa opera in una fase preventiva rispetto al conflitto, perseguendo finalità educative e amministrative. Essa si configura come una "cerniera" tra le ADR e la vigilanza di tutela[105], orientandosi, più che alla correzione, al supporto dell'attività vigilata. Pare dunque sostanziarsi in un intervento molto più invasivo della semplice *moral suasion*. A mio avviso, l'intento di vigilare collaborando segna un mutamento culturale che muove dall'originaria funzione consultiva, ricollocata in una dimensione epurata da qualsiasi forma di cogenza dell'intervento regolatorio. Il tratto saliente, come si accennava, è che la parte privata si rivolga spontaneamente all'Autorità, all'insegna della fiducia nel suo operato.

A ben vedere, interventi di questo tipo si riscontrano in ordine sparso nelle maglie dell'ordinamento, sebbene non sempre catalogati nell'espresso *nomen iuris.* Un chiaro esempio di vigilanza collaborativa è l'interpello "volontario" delle imprese all'Autorità garante della concorrenza e del mercato per vagliare l'eventuale vessatorietà di clausole contrattuali unilateralmente predisposte[106].

L'istituto entra adesso nel settore finanziario, con un'autonoma disciplina inserita nel TUF revisionato.

Il nuovo articolo *3 bis* del Testo Unico riconosce infatti a Consob e Banca d'Italia, secon-

102 Di cui adesso all'art. 221, comma 1, del d.lgs. n. 36/2023. In tema si veda M. Ramajoli, *Il precontenzioso nei contratti pubblici tra logica preventiva e tutela oggettiva*, in *Diritto processuale amministrativo*, 2018, 1, 569-570, la quale richiama la giurisprudenza che lo ha considerato come «un contributo utile all'orientamento dei comportamenti degli operatori del settore», cfr. C. Stato, sez. VI, 3 maggio 2010, n. 2503.

103 *Ibidem*, dove l'Autrice riconosce al parere di precontenzioso, vincolante o meno, una funzione di regolazione (*regulation by litigation*).

104 L'art. 211, comma 1, del decreto legislativo del 18 aprile 2016, n. 50 obbligava «le parti che vi abbiano preventivamente acconsentito ad attenersi a quanto in esso stabilito. Il parere vincolante è impugnabile innanzi ai competenti organi della giustizia amministrativa ai sensi dell'articolo 120 del codice del processo amministrativo».

105 Per la sua teorizzazione nel settore bancario e finanziario, F. Sartori, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. 1, 2 ss.; nonché A. Tucci, *Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?*, in questa *Rivista*, 2020, suppl. 1, 75 ss.

106 Introdotto dal c.d. decreto liberalizzazioni (d.l. 1/2012, con l. 27/2012) all'art. 37 *bis* del Codice del consumo (d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206), secondo cui «le imprese interessate hanno facoltà di interpellare preventivamente l'Autorità in merito alla vessatorietà delle clausole che intendono utilizzare nei rapporti commerciali con i consumatori».

do le relative competenze, di stabilire con regolamento[107] «criteri e modalità di presentazione di richieste volte alla valutazione preventiva, in tempi adeguati, di specifiche situazioni che possano comportare violazioni di disposizioni oggetto della rispettiva vigilanza».

Si tratta di uno strumento per superare incertezza interpretativa, dunque mezzo di semplificazione delle regole e di migliore esecuzione.

Nonostante sia rubricata come «Quesiti all'Autorità», ritengo che la norma non sia affatto sovrapponibile al noto meccanismo degli interpelli (o delle domande e risposte *Questions and Answers - Q&A*) di cui sono munite le Autorità europee di vigilanza finanziaria[108] e a cui ricorrono pure Consob e Banca d'Italia. Questi si sostanziano in interventi normativi[109], sotto forma di specificazioni o chiarificazioni, su punti specifici, non diversamente da una tradizionale circolare. Si inverte semplicemente il procedimento, radicandolo direttamente e immediatamente ai quesiti degli operatori. Sempre sul piano puramente normativo si esplicano i poteri delle Esas di trovare un accordo con le autorità nazionali competenti per superare la violazione del diritto UE ed evitare l'adozione di una raccomandazione[110].

Diversamente dalla vigilanza regolamentare, la vigilanza collaborativa attiene alla fase esecutiva della *compliance* da parte del regolato e richiede un intervento amministrativo preventivo e preliminare, volto a vagliare l'adempimento. Essa comporta una semplificazione, intesa come accelerazione, contrazione, deformalizzazione dell'*enforcement*, non della normazione. Quest'ultimo perde così la tradizionale accezione negativa e afflittiva, per diventare canone di orientamento e strumento di conformazione *ex ante*

107 Sul quale si riporta il parere parlamentare, rimasto per tale profilo inattuato: «y) valuti il Governo l'opportunità di specificare all'articolo 3 *bis* del TUF – che prevede un regolamento che Consob e Banca d'Italia adottano "secondo le rispettive competenze" – se si faccia riferimento ad autonomi testi regolamentari o ad un unico atto adottato d'intesa tra le due autorità, e prevedere adeguate forme di comunicazione e garanzie di uniformità applicativa», cfr. Senato, Commissioni riunite 2ª (Giustizia), 6ª (Finanze e Tesoro), parere sullo Schema di decreto legislativo n. 331, 25 febbraio 2026.

108 Cfr. art. 16 *ter* in particolare dei Regolamenti (UE) n. 1093/2010 (Eba) e n. 1095/2010 (Esma) del 24 novembre 2010, introdotto dal Regolamento (UE) 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 dicembre 2019, dove, al Considerando 12, si precisa «Le domande e risposte costituiscono un importante strumento di convergenza che promuove approcci e prassi comuni in materia di vigilanza fornendo orientamenti sull'attuazione degli atti giuridici dell'Unione nell'ambito di competenza delle AEV».

109 Li considera, infatti, fonti di regolazione atipica, C. Brescia Morra, *Autorità di regolazione, prassi di vigilanza e* soft *law*, in P. Marchetti, S.P. Rossi, G. Strampelli, F. Urbani, M. Ventoruzzo (a cura di), *op. cit.*, 397, 405 e 408.

110 *Ex* art. 17, par. 2 *bis*, in particolare dei Regolamenti (UE) n. 1093/2010 (Eba) e n. 1095/2010 (Esma) del 24 novembre 2010, introdotto dal Regolamento (UE) 2019/2175, cit. La dottrina sembra più attenta alla tradizionale procedura di "*Breach of Union Law*" (BUL), disciplinata al primo paragrafo dell'art. 17, per cui l'Esa che individua una violazione può emettere una raccomandazione all'ANC, indicando le azioni necessarie per conformarsi al diritto dell'Unione, cfr. P. Lucantoni, G. Panetta, *Accountability delle Autorità Europee di Vigilanza (AEV)*, cit., 60-61.

che indirizza il regolato prima del prodursi della violazione.

Nell'ambito del processo di costruzione di un futuro sistema più integrato di vigilanza sui mercati finanziari, l'Italia potrebbe suggerire di dotare l'Esma di tale potere, quale possibile chiave di semplificazione del complesso costrutto normativo europeo e di rafforzamento della coerenza verticale della vigilanza (*supra* §§ 2-3). Tale attribuzione, strumento di *enforcement* e non di regolazione generale, sembra superare più facilmente i limiti posti dalla nota "dottrina" Meroni[111]. Questa condiziona la delega di poteri ampiamente discrezionali, idonei a implicare scelte di politica normativa, cioè valutazioni non predeterminate dal legislatore europeo. Il problema è quindi più acuto quando alle Agenzie europee si assegnano potestà propriamente regolatorie, capaci di incidere in via generale e astratta sulla disciplina di settore. Il rischio Meroni, invece, si attenua quando il potere amministrativo di garanzia dell'uniforme applicazione del diritto europeo consiste nell'applicare regole già poste dal diritto dell'Unione, intervenendo su casi concreti in via correttiva, conformativa o prescrittiva, ovviamente entro criteri oggettivi e predeterminati, presupposti tipizzati, nel rispetto di garanzie procedimentali, motivazionali e con sindacabilità giurisdizionale[112].

In definitiva, il nuovo art. 3 *bis* TUF non va ridotto a mero strumento consultivo o variante di "aggiustamenti" regolatori, ma va inteso come possibile forma di intervento amministrativo preventivo, volto a orientare la *compliance* del regolato. L'intrinseca contraddittorietà di una tutela preventiva, la quale difficilmente dovrebbe potersi qualificare repressiva, ha probabilmente contribuito, nelle prassi applicative, a cercare di accentuare la valenza conformativa dell'intervento anticipato rispetto alla condotta illegittima o illecita. L'intervento pubblico prova così ad affrancarsi da una dimensione afflittiva, riuscendo a valorizzare il profilo regolatorio, chiamato a suggerire comportamenti in conformità. Da qui ascesa e possibile fortuna della vigilanza collaborativa[113], nella parte in cui prende le mosse da un accordo fiduciario raggiunto tra pubblico e privato, a prevenire, in autonomia d'impresa, future misure sanzionatorie dell'autorità, ma soprattutto ad attuare una coerente conformazione alle regole.

Questo tipo di ingerenza pubblica collaborativa sembra anche segnare una naturale evoluzione di quella commistione tra competenze e responsabilità di autorità e impresa

111 Con riferimento a Esma, utili gli approfondimenti di A. Magliari, *La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza finanziaria*, cit., 431-433 e di D. Vese, "A Game of Thrones"*: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia*, in questa *Rivista*, 2023, 1, II, 46-54.

112 Molto convincenti le argomentazioni di J. Alberti, *La manomissione delle sentenze Meroni. Per una lettura originalista della più nota giurisprudenza in materia di delega di poteri nell'ordinamento dell'Unione Europea*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2025, 4, 657 ss., che inducono a ridimensionarne i "vincoli" per l'evoluzione dell'integrazione europea.

113 Ritengo erroneo escludere la vigilanza collaborativa dalla regolazione, relegandola in un mondo di mezzo tra «l'attività di regolazione (a monte) e l'attività di controllo (a valle)», come sostiene P. Lombardi, *La qualificazione delle stazioni appaltanti: spunti di riflessione sul ruolo di ANAC in materia di contratti pubblici*, in *Ceridap*, 2022, 4, 47.

che si registra già nel ricorso alla regolazione *soft*[114].

6. Conclusioni

La semplificazione del diritto dei mercati finanziari non può essere intesa come mera sottrazione di regole. Nel settore della finanza privata, infatti, la complessità normativa non dipende soltanto da un eccesso quantitativo di prescrizioni, ma anche dall'esigenza di assicurare il rispetto sostanziale di valori protetti attraverso assetti di controllo, presidi informativi e modelli di vigilanza idonei a governare mercati integrati e tecnologicamente evoluti. In questa prospettiva, semplificare significa regolare meglio attraverso un più ampio processo di razionalizzazione del rapporto tra normazione, *enforcement* e assetti istituzionali della vigilanza.

Da tale punto di vista, la riforma del TUF mostra un duplice significato. Sul piano interno, essa tenta di ridurre duplicazioni procedimentali e sovrapposizioni di competenze tra Banca d'Italia e Consob, valorizzando il coordinamento, la fruibilità del perimetro regolatorio e strumenti anticipati di conformazione dei comportamenti. Sul piano europeo, la medesima riforma si inserisce in un contesto in cui la semplificazione è il presupposto dell'uniformazione e del rafforzamento della coerenza della vigilanza, anche mediante l'emersione di poteri più incisivi in capo a Esma.

Nel quadro tracciato, l'affermarsi di modelli di vigilanza orientati alla *compliance*, nonché l'impiego di mezzi tecnologici idonei a incidere sulle modalità di esercizio dell'*enforcement*, suggeriscono un progressivo spostamento dell'asse regolatorio: dalla produzione normativa alla gestione dei comportamenti. La stessa introduzione di forme di vigilanza collaborativa appare sintomatica di un mutamento funzionale del controllo pubblico, che tende ad assumere, accanto alla tradizionale dimensione repressiva, una valenza conformativa e preventiva.

Resta tuttavia un profilo problematico, che attiene alla carenza di evidenze empiriche sul grado di conformazione dei destinatari alle norme. In assenza di tali dati, ogni intervento di revisione delle regole di condotta rischia di fondarsi su presupposti non verificati, con possibili ricadute sull'equilibrio tra semplificazione e tutela degli interessi protetti. Ciò induce a ritenere che, nell'attuale fase, appaiano maggiormente giustificati gli interventi di riordino, coordinamento e chiarificazione del quadro legislativo e istituzionale, rispetto a quelli volti a una sua incisiva rimodulazione sostanziale.

Sul piano unionale, la prospettata evoluzione del ruolo di Esma, unitamente agli strumenti volti a rafforzare la coerenza della vigilanza, sembra prefigurare un modello nel quale la semplificazione si realizza prevalentemente attraverso l'uniformazione degli assetti amministrativi e la riduzione delle disomogeneità applicative tra Stati membri. In tale ottica, la semplificazione tende a configurarsi non tanto come un obiettivo autonomo, quanto come il risultato di un più ampio processo di integrazione amministrativa

114 Si tratta di un punto di debolezza della *soft law* sottolineato da C. Brescia Morra, *op*. cit., 414.

europea.

Pertanto, il paradigma del "*Less is More*", evocato nel dibattito sulla riforma del TUF, appare suscettibile di una lettura problematica. Se inteso in senso meramente riduttivo, esso rischia di risultare fuorviante in un settore in cui la complessità normativa è in larga misura funzionale alla tutela degli interessi coinvolti. Se invece declinato in termini di maggiore coerenza, effettività e capacità conformativa dell'azione di vigilanza, esso può rappresentare una chiave interpretativa idonea a cogliere le trasformazioni in atto nel diritto dei mercati dei capitali, tanto a livello nazionale quanto in ambito europeo.

La semplificazione, dunque, nel contesto europeo e del TUF revisionato, non appare come un fine autonomo, ma come il nome assunto da una più ampia trasformazione della vigilanza: meno frammentata, più coerente, più digitale e, verosimilmente, più accentrata. Il "*Less*" presuppone un "*More*" di conoscenza e capacità amministrativa: dati sulla conformazione, strumenti di analisi e vigilanza *ex ante*. Non si tratta, quindi, di sottrarre regole, ma di organizzare diversamente il governo pubblico del mercato.