Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. II

ARTICOLI

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

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da
Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale
Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale
Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria
Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata
Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza
Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati
Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalaqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza
Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

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

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche
Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

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

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

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

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

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.