Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. I

ARTICOLI

Offerta fuori sede, semplificazione e tutela dell'investitore nella riforma del TUF

Marco Tofanelli
Segretario Generale
Assoreti

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.

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.