Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. I

ARTICOLI

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

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.

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.