Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. I

ARTICOLI

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

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 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.