Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. II

ARTICOLI

I testi unici al tempo della deglobalizzazione

Concetta Brescia Morra

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

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.

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.