Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. II

ARTICOLI

Architettura generale del TUF riformato. Valutazioni introduttive su intermediari e mercati

Raffaele Lener

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
LUISS

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.

Architettura generale del TUF riformato. Valutazioni introduttive su intermediari e mercati

Raffaele Lener
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
LUISS

1. Il sistema finanziario europeo è oggi attraversato da una trasformazione profonda. Per un verso, l'impianto regolatorio della MiFID II ha ridefinito tanto le strutture di vigilanza quanto le regole di condotta cui sono tenuti gli intermediari; per altro verso, il progresso tecnologico, segnatamente le tecnologie a registro distribuito, sta erodendo le categorie classiche, incidendo sulla forma degli strumenti e sulla stessa nozione di mercato. È in questa cornice che la riforma del TUF – già dalla c.d. Legge Capitali (legge n. 21/2024) – si propone di rendere il mercato nazionale più competitivo, adeguato e fruibile, perseguendo obiettivi che spaziano dalla tutela degli investitori alla diffusione dell'educazione finanziaria, sino al sostegno della crescita delle imprese.

Sono due i comparti di maggiore rilievo sistematico su cui interviene la riforma: da un lato gli intermediari, considerati sia nella dimensione soggettiva della classificazione della clientela sia in quella oggettiva delle regole di condotta; dall'altro i mercati, con attenzione mirata alle dinamiche di quotazione, al fenomeno del *downlisting* e alla progressiva ridefinizione del quadro regolatorio in senso tecnologico.

2. In primo luogo, ci sono interessanti novità in relazione alla classificazione della clientela, pur se certamente non *dirompenti* dal punto di vista sistematico.

Le casse di previdenza privatizzate e gli enti che gestiscono forme obbligatorie di previdenza e assistenza a favore dei liberi professionisti, divenuti oramai soggetti di diritto privato, con struttura di associazioni o fondazioni di diritto privato munite di autonomia gestionale, organizzativa e contabile, divengono ora clienti professionali di diritto.

È piccola cosa, forse, ma non è di poco rilievo. Nel regime anteriore alla riforma questi enti non figuravano in modo espresso tra i clienti professionali di diritto secondo il TUF (pur potendo, in linea teorica, conseguire tale qualifica mediante il meccanismo dell'*up-*

grading su richiesta), con la conseguenza di essere per lo più trattati alla stregua di clienti al dettaglio. La loro collocazione all'interno della nozione di *clienti professionali*, di cui all'art. 1, comma 1, lett. m-*undecies*, TUF comporta ora che possano accedere a prodotti e servizi riservati alla clientela professionale, godere di un regime informativo alleggerito, essere esonerati dalle procedure di *upgrading*, traendo poi un vantaggio indiretto dalla riduzione degli oneri istruttori gravanti sugli intermediari che li assistono.

3. L'ingresso degli enti previdenziali tra i professionali di diritto va apprezzato entro la più vasta opera di revisione della classificazione della clientela, il cui orizzonte europeo è segnato dalla *Retail Investment Strategy* (RIS).

In questa cornice riveste particolare interesse la revisione dei criteri che presiedono al mutamento di *status* da cliente al dettaglio a cliente professionale su richiesta, con specifico riferimento ai c.d. *High Net Worth Individuals*.

Il regime attuale, imperniato sul portafoglio di strumenti finanziari, sull'esperienza maturata nel settore e sullo svolgimento di operazioni di adeguata frequenza e consistenza, si arricchisce, nell'ottica della RIS, di un fattore aggiuntivo: la formazione finanziaria comprovabile. Il testo licenziato in sede europea precisa che il parametro dell'istruzione e della formazione finanziaria non è idoneo, di per sé o in abbinamento esclusivo con il requisito patrimoniale, a legittimare il passaggio di *status* di un investitore al dettaglio; occorre che l'apprezzamento complessivo rimesso all'intermediario sia svolto con rigore e non degradi a mero adempimento formale.

La qualifica professionale *su richiesta* non deve trasformarsi in uno strumento per aggirare le tutele riconosciute alla clientela al dettaglio, con intermediari portati a favorire il mutamento di *status* allo scopo di alleggerire i propri obblighi di condotta. Il fine perseguito è dunque garantire che l'*upgrading* rispecchi un'effettiva *sofisticazione* dell'investitore.

Sul piano interno, occorrerà intervenire di nuovo sul TUF, mettendo mano a una revisione organica della disciplina dell'*upgrading* che assecondi le nuove indicazioni della RIS e ne governi l'intreccio con la qualificazione di diritto introdotta dalla Legge Capitali.

4. In realtà l'intervento oramai ineludibile sulla nozione di "investitore professionale" e di "investitore medio" non è se non *sfiorato* dalle riforme in corso. Si dovrà, in effetti, riconsiderare in profondità i concetti e le classificazioni in uso per tener conto del mutamento della struttura demografica del mercato.

L'invecchiamento della popolazione europea, fenomeno strutturale e di lungo periodo, trascende la dimensione puramente sociologica per assurgere a fatto economicamente e giuridicamente rilevante. La sua manifestazione più critica è la progressiva insostenibilità dei sistemi pensionistici pubblici, fondati su un modello a ripartizione che presuppone un equilibrio demografico ormai compromesso.

Questa crisi del patto intergenerazionale impone una riconsiderazione dell'architettura del diritto dei mercati finanziari, poiché porta a una traslazione del rischio previdenzia-

le dallo Stato all'individuo, costringendo quest'ultimo a cercare nei mercati dei capitali le risorse per garantire il proprio futuro.

La plausibile conseguenza diretta di questa dinamica è una "migrazione forzata" di masse crescenti di risparmio individuale verso i mercati dei capitali. Per milioni di cittadini europei, l'investimento finanziario cessa di essere una scelta discrezionale finalizzata all'ottimizzazione della ricchezza per diventare una necessità economica inderogabile, l'unico strumento a disposizione per costruire una pensione integrativa adeguata. Questo spostamento del baricentro della previdenza dal primo pilastro (pubblico e a ripartizione) al secondo e terzo (privato, a capitalizzazione) non è il frutto di una libera scelta di mercato, ma una conseguenza diretta e inevitabile delle politiche pubbliche e delle dinamiche demografiche.

La tutela dell'investitore, tradizionalmente concepita come una questione di efficienza del mercato e di correzione delle asimmetrie informative, assume una nuova valenza, diventando un elemento essenziale di coesione sociale e un presidio di diritto dell'economia. La regolamentazione finanziaria diviene lo strumento attraverso cui lo Stato adempie, seppur in forme nuove, al suo dovere di assicurare la stabilità e le prospettive economiche dei cittadini nelle fasi più vulnerabili della loro vita.

In una simile prospettiva la decisione di effettuare investimenti finanziari da parte dei cittadini europei rischia di trasformarsi da eventualità a necessità per garantire un adeguato tenore di vita in ogni fase della propria esistenza. Le esigenze di tutela ne risulteranno potenziate e rafforzate.

Ora, per l'ordinamento, l'età non è, non dovrebbe essere, un fattore discriminante. Il principio di uguaglianza (art. 3 Cost.) impedisce di discriminare i soggetti in base alla data di nascita.

Tuttavia, l'ordinamento non è indifferente all'età degli individui.

La definizione di investitore cristallizzata nella MiFID e nel TUF non fa riferimento all'età. Eppure, la figura dell'investitore *al dettaglio* potrebbe, oggi, costruirsi come quella di un individuo la cui età imponga all'intermediario una più o meno rigorosa applicazione delle regole di condotta. Del resto, l'età è un fattore connesso all'*esperienza*, la quale ha albergo nel ragionamento giuridico come parametro per la valutazione delle responsabilità degli intermediari in materia di prestazione dei servizi di investimento.

La polarizzazione demografica potrebbe peraltro condurci a riflettere sulla necessità di abbandonare l'idea che esista, in astratto, un investitore al dettaglio "medio". In altri termini, l'età del cliente dovrebbe entrare a far parte della valutazione di adeguatezza e appropriatezza – come peraltro già in molti casi avviene – smentendo l'argomento secondo cui esisterebbe un investitore medio senza età e, forse, evidenziando che esistono investitori medi giovani, adulti, anziani e così via.

L'età incide sulla propensione al rischio, sulla familiarità con la tecnologia, sulla capacità di comprendere strumenti complessi e sull'orizzonte temporale degli investimenti.

Ciò non conduce necessariamente a legiferare per fasce di età. Anzi, così come *in natura* non è mai esistito l'investitore medio, nemmeno esistono l'investitore giovane, né quello anziano. Esistono investitori professionali e non professionali; investitori esperti e non. E l'età può giocare un ruolo in punto di esperienza, come si è detto, così come sulle capacità cognitive.

Si può sostenere che la demografia agisce sul diritto dei mercati finanziari come un moltiplicatore di asimmetrie informative e decisionali.

Su questo punto il TUF potrebbe tornare, in uno dei prossimi interventi di modifica e ulteriore affinamento.

In particolare, con riferimento agli investitori più anziani, la ricerca dimostra in modo concorde che la capacità di prendere decisioni finanziarie complesse è una delle prime abilità a deteriorarsi con l'avanzare dell'età, spesso in modo silente e senza che il soggetto ne abbia piena consapevolezza. In particolare, il deterioramento delle "funzioni esecutive" – quali la pianificazione, il controllo degli impulsi e il pensiero astratto – compromette la capacità di valutare correttamente il nesso rischio/rendimento e le conseguenze a lungo termine delle proprie scelte.

Questa evidenza scientifica indebolisce uno dei pilastri della tutela dell'investitore prevista dalla direttiva MiFID II: la valutazione di adeguatezza basata su questionari.

Un individuo con funzioni esecutive in declino ha maggiore difficoltà a compilare in modo affidabile un questionario di profilatura del rischio, rendendo il risultato di tale processo potenzialmente dannoso e inaccurato e tale da condurre a raccomandazioni di investimento del tutto inappropriate. Il paradosso, evidenziato dalla ricerca, è che, mentre la capacità cognitiva diminuisce, l'eccesso di fiducia nelle proprie abilità finanziarie (*overconfidence*) tende a rimanere invariato, aggravando ulteriormente il rischio di decisioni errate.

Di fronte a questa realtà, il modello di tutela previsto dalla MiFID II, e dettagliato negli orientamenti dell'ESMA, si rivela inadeguato. Tale modello è imperniato sul paradigma del "cliente informato", un soggetto razionale in grado di processare informazioni complesse, autovalutare la propria propensione al rischio e agire nel proprio migliore interesse.

Questo presupposto di razionalità è smentito dalle evidenze neuroscientifiche e comportamentali per una quota crescente e prevedibile di investitori.

Gli obblighi informativi *standard*, pur concepiti per garantire trasparenza, possono generare un "*information overload*" che, per un investitore con ridotte capacità cognitive o scarsa alfabetizzazione digitale, risulta inefficace se non controproducente.

Anche soluzioni più sofisticate come il "layering" informativo, suggerito dall'ESMA per stratificare le informazioni, non risolvono il problema alla radice, che non è la quantità di informazioni, ma la capacità di elaborarle.

Si arriva così al paradosso per cui l'intermediario può essere formalmente adempiente alla procedura MiFID II, avendo raccolto le risposte del cliente a un questionario, ma può aver basato la propria raccomandazione su dati viziati all'origine, compromettendo la tutela sostanziale del cliente.

Ciò dovrebbe suggerire un ripensamento del paradigma legale, superando il modello fondato sul concetto di *investitore medio* e sulla sola informativa, per evolvere verso un modello di consulenza con obblighi fiduciari rafforzati, in cui l'intermediario ha il dovere di identificare i segnali di vulnerabilità e di proteggere il cliente anche da decisioni potenzialmente autolesionistiche.

5. Anche nel TUF riformato l'apparato di tutela degli investitori si dispiega su più piani, che vanno dalle regole di condotta imposte agli intermediari nella prestazione dei servizi ai rimedi azionabili in caso di loro violazione.

Su questo versante la riforma sfiora questioni risalenti, tuttora prive di soluzione nel diritto positivo. L'art. 23 TUF regola i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, imponendo la forma scritta a pena di nullità e riservando la deducibilità di tale nullità al solo cliente (*nullità di protezione*). Attorno a questa previsione ruota un dibattito, dottrinale e giurisprudenziale, ormai pluridecennale, sulla natura dei rimedi utilizzabili quando l'intermediario contravviene alle regole di condotta: se, cioè, la violazione degli obblighi comportamentali (informativi, di adeguatezza, di trasparenza) possa condurre a rimedi di ordine negoziale (nullità, risoluzione del contratto) oppure soltanto a rimedi di tipo risarcitorio.

Il TUF non tipizza rimedi giudiziali *ad hoc* per le violazioni delle regole di condotta, diversamente da quanto accade in altri ordinamenti europei. La lacuna è stata solo in parte colmata dalla giurisprudenza, la quale ha messo a punto soluzioni non sempre coerenti, muovendosi tra responsabilità precontrattuale, responsabilità contrattuale e, in certe ipotesi, nullità virtuale per contrasto con norme imperative.

La riforma poteva rappresentare l'occasione per un chiarimento che, lasciando intatta l'ossatura delle tutele *ex ante*, precisasse con maggior nettezza i rimedi *ex post*, così attenuando l'incertezza che tuttora incombe sulla stabilità delle transazioni finanziarie. Il legislatore delegato, tuttavia, ha preferito astenersi dall'intervenire.

Il sistema rimane perciò fondato su forme di tutela *ex ante*, attraverso presidi concepiti per impedire il sorgere di situazioni dannose per l'investitore: la valutazione di adeguatezza, la *product governance* e la *product intervention*.

La valutazione di adeguatezza, prescritta per i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, esige che l'intermediario acquisisca dal cliente informazioni sulla sua conoscenza ed esperienza negli investimenti, sulla sua situazione finanziaria e sui suoi obiettivi, allo scopo di riscontrare la coerenza tra lo strumento o il servizio raccomandato e il profilo dell'investitore stesso.

La *product governance*, di matrice MiFID II e trasfusa nel TUF, impone al soggetto abi-

litato che produce strumenti finanziari di individuare, per ciascun prodotto, il mercato di riferimento dei clienti finali al quale lo strumento si indirizza, e di curare che la strategia distributiva vi si mantenga coerente. Ai sensi dell'art. 21, commi 2-bis e 2-ter TUF, spetta al distributore conoscere gli strumenti offerti o raccomandati, saggiarne la compatibilità con i bisogni della clientela e provvedere affinché essi siano proposti o raccomandati soltanto quando ciò corrisponda all'interesse del cliente.

La *product intervention*, infine, conferisce alle autorità di vigilanza, la Consob sul piano interno e l'ESMA su quello europeo, la facoltà di vietare o circoscrivere in via temporanea la commercializzazione di prodotti finanziari che si rivelino una minaccia per la tutela degli investitori o per l'ordinato funzionamento del mercato. Un meccanismo macchinoso, pensato dal legislatore come *extrema ratio* e destinato a entrare in gioco unicamente quando i presidi di *product governance* si dimostrino insufficienti.

6. La riforma del TUF incide in misura rilevante anche sull'assetto del risparmio gestito, dando vita a nuove categorie di organismi di investimento collettivo del risparmio e alleggerendo il regime applicabile ai gestori.

Fra le innovazioni di maggior peso si colloca la distinzione, già preannunciata dalla Legge Capitali, tra fondi alternativi (FIA) autorizzati e FIA meramente registrati: i primi sottoposti al pieno regime autorizzativo della Banca d'Italia, i secondi ricondotti a un più snello regime di registrazione, riservato ai gestori che restano al di sotto di determinate soglie dimensionali del patrimonio gestito. Tale articolazione punta a ridurre al minimo gli oneri regolatori per i gestori di dimensioni contenute, nell'auspicio di agevolare la crescita di gestori indipendenti di *private equity* e *venture capital*.

L'assetto normativo *ante riforma*, come delineato dall'art. 34 TUF, fondandosi su un regime di autorizzazione unico, non riesce a distinguere tra grandi *asset manager* globali e piccole *boutique* di investimento specializzate.

Difficile dire se sia stata questa impostazione *tradizionale* a soffocare la nascita di un'industria domestica di operatori del risparmio gestito dedicata a *private equity* e *venture capital*, costringendo i gestori a sopportare costi fissi di *compliance* sproporzionati rispetto alle masse gestite.

Come che sia, certamente la riforma mira a ripristinare la competitività del mercato italiano, allineando le regole a quelle dei principali ordinamenti europei concorrenti, come il Lussemburgo o la Francia.

Indubbiamente, imporre a piccoli gestori i costi fissi tipici dei grandi *asset manager* globali ha indirettamente incentivato gli operatori a preferire giurisdizioni, per così dire, più pragmatiche (principalmente il Lussemburgo, ove il modello dei RAIF – *Reserved Alternative Investment Funds* – è stato di particolare successo) o l'utilizzazione di schemi operativi che sfuggono alla riserva della gestione collettiva del risparmio (in particolare, *club deal*, coinvestimenti, *holding*, SPAC).

Si è detto che la distinzione tra "gestione collettiva del risparmio" e "assunzione dina-

mica di partecipazioni" (tipica dei fenomeni contigui alla gestione collettiva) sia spesso labile e dipenda da elementi formali, quali l'autonomia decisionale del gestore rispetto agli investitori.

Facendo leva su questa incertezza interpretativa (perdurante e, comunque, di difficile superamento), gli operatori hanno spesso utilizzato schemi "alternativi" che, fornendo una maggiore *voce* agli investitori, in punto di gestione del patrimonio e di attuazione delle operazioni di investimento, presentavano sufficienti elementi (in apparenza almeno) *di differenziazione* rispetto alla gestione collettiva del risparmio.

Siffatta, opaca strategia di *arbitraggio regolamentare* ha rischiato di trasformare la riserva di attività da presidio di tutela del risparmio in ostacolo, generando un mercato parallelo di "gestori di fatto", operanti in assenza di efficaci controlli e di un adeguato sistema di vigilanza.

La riforma, con l'introduzione del regime di mera registrazione (art. 35-*quaterdecies* TUF), deve essere letta come un'encomiabile scelta del legislatore di riassorbire questa "zona d'ombra" all'interno di un perimetro istituzionale minimo. Riconoscendo l'impossibilità di imporre la struttura della SGR alle piccole iniziative, la norma mira a far emergere il sommerso, offrendo un alveo legale a basso costo in cambio di un monitoraggio sul rischio sistemico.

La nuova architettura normativa introduce, per la prima volta, una dicotomia strutturale tra "gestori autorizzati" e "gestori sotto soglia registrati".

Mentre i primi restano soggetti alla vigilanza integrale della Banca d'Italia e della Consob, per i secondi viene previsto un regime di mera registrazione basato sul possesso di requisiti formali e su di un sistema di vigilanza *a evento*. Si passa, dunque, da un controllo *ex ante* sulla struttura e sui programmi di attività a un monitoraggio *ex post* focalizzato sul rischio individuale dei singoli gestori.

Certamente non sfugge agli estensori delle nuove norme la precedente, non fortunata esperienza del doppio regime (*registrazione mera vs. autorizzazione*) anni fa previsto dagli artt. 106 e 107 TUB per gli intermediari finanziari.

Premesso che, in quel caso, si trattava di scelta, per così dire, del tutto italiana, in mancanza di previsioni comunitarie che spingessero a compierla, deve sottolinearsi come la soluzione ora proposta per i gestori sotto soglia appaia subito aver fatto tesoro di quella esperienza, proponendo uno schema più raffinato.

Qui infatti non è proposta una alternativa secca *opt-in/opt-out*, ma una vigilanza dosata, attenuata, comunque presente anche per i gestori sotto soglia.

I poteri regolamentari, informativi e ispettivi ci sono, ma ridotti al minimo: solo per condizioni di registrazione e prevenzione dei rischi sistemici.

I poteri sanzionatori sono parimenti ridotti al minimo. Con l'eccezione del tema del rici-

claggio e delle sanzioni previste dalla AIFMD, sostanzialmente si ha solo la misura della cancellazione per ripetuta inosservanza delle prescrizioni di vigilanza.

Innovativa e molto apprezzabile è poi la scelta di sottrarre alla autorità di vigilanza la gestione delle crisi, rendendo applicabile la disciplina generale del Codice della crisi e dell'insolvenza.

Insomma, una vigilanza minima, non assenza di vigilanza.

Può dirsi che il legislatore *scommette* sulla capacità degli investitori professionali di effettuare una *due diligence* autonoma sul singolo gestore registrato, rinunciando al ruolo tradizionale di garante *ex ante*.

Come sempre, solo il tempo potrà mostrare se questo nuovo regime si dimostrerà incentivo sufficiente a convincere chi ha operato con successo tramite veicoli non vigilati a sottoporsi volontariamente, seppur in forma attenuata, allo scrutinio dell'autorità. L'auspicio è che questo avvenga.

La medesima volontà di attrarre "gestori minori" nell'area regolamentata ha portato alla creazione delle società di partenariato, introdotte come OICR chiuso costituito in forma di società in accomandita per azioni e avente a oggetto esclusivo l'investimento collettivo secondo le formule del *private equity* e del *venture capital*. Stando alla definizione recata dall'art. 1, comma 1, lett. i-quater.1) TUF, il veicolo reperisce il patrimonio attraverso l'offerta di azioni, di strumenti finanziari partecipativi e ulteriori modalità di raccolta fissate nello statuto, così proponendo un assetto societario più duttile e più prossimo ai modelli anglosassoni di *limited partnership* di quanto non siano le SICAF tradizionali.

In parallelo, il legislatore ha razionalizzato la disciplina delle SICAV e SICAF *eterogestite*, tracciando una netta linea di demarcazione tra organismi in gestione interna e in gestione esterna e apprestando per questi ultimi un quadro giuridico dedicato, comprensivo delle regole sulla separazione patrimoniale tra comparti e sulla responsabilità del gestore esterno verso gli investitori.

7. Quanto ai mercati e alle dinamiche di quotazione appare meritevole di interesse l'intervento in materia di *downlisting*, da leggere come *migrazione ordinata* di un emittente quotato da un mercato regolamentato verso un sistema multilaterale di negoziazione (MTF).

Il fenomeno riflette una dinamica strutturale affiorata negli ultimi anni: il saldo negativo tra nuove ammissioni sui mercati regolamentati e revoche, a fronte di un ricorso sempre più frequente, da parte degli emittenti di minori dimensioni, a mercati "di crescita" alternativi, che assicurano regimi regolatori più snelli e costi di *compliance* più contenuti.

Prima della riforma, l'ordinamento dedicava all'istituto dell'*esclusione volontaria* un'attenzione modesta. L'art. 133 TUF contemplava per le sole società italiane con azioni

quotate su mercati regolamentati nazionali la facoltà di chiedere l'esclusione dalle negoziazioni, previa delibera dell'assemblea straordinaria, ma solo a condizione di conseguire l'ammissione su un diverso mercato regolamentato italiano o comunitario. Il transito verso un MTF restava dunque fuori dall'ambito applicativo della norma, dando luogo a un vuoto regolatorio che né l'autonomia privata, né i regolamenti di mercato riuscivano a colmare in maniera sistematica.

La riforma ha inserito nell'art. 133 TUF il nuovo comma 1-bis, che oggi permette alle società italiane con azioni quotate su mercati regolamentati nazionali di domandare il trasferimento delle negoziazioni verso un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Paese dell'Unione europea.

Il nuovo regime àncora il *downlisting* a tre condizioni cumulative: (i) la verifica, ad opera del gestore del mercato regolamentato di provenienza, dell'equivalenza delle tutele offerte dal mercato di destinazione, con speciale riguardo alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio; (ii) il via libera all'operazione da parte dell'assemblea straordinaria della società, con delibera assunta almeno due mesi prima del trasferimento, secondo le maggioranze fissate dalla Consob; e (iii) la diffusione, con eguale preavviso, di un'informativa dettagliata sulle ragioni e sugli effetti dell'operazione.

Indubbiamente, regolando in maniera esplicita il percorso di *migrazione* dell'emittente quotato dal mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione, con vincoli operativi meno intensi, il legislatore consapevolmente agevola il progressivo allontanamento dal mercato finanziario principale e con ciò indirettamente favorisce il *delisting* definitivo.

Appare perciò corretta la valutazione che il legislatore della riforma voglia in qualche modo agevolare il *delisting*. Tuttavia, rimane ancora precluso il *delisting* c.d. "puro" dal mercato regolamentato: l'uscita dalla borsa richiede forti motivazioni di natura imprenditoriale, come nelle operazioni societarie di riorganizzazione, e comunque il rispetto delle regole di mercato, a fini di protezione delle minoranze e del mercato stesso, garantendo trasparenza del processo e protezioni equivalenti in materia di o.p.a. obbligatoria anche nella sede di negoziazione di arrivo (art. 133 TUF).

In altri termini, favorire il *delisting*, così come il *downlisting*, nella mente del legislatore della riforma ha lo scopo di non "spaventare" chi intenda quotarsi, chiarendo *ex ante* che dal mercato regolamentato si può uscire abbastanza agevolmente, purché, beninteso, flessibilità organizzativa e alleggerimento degli oneri regolatori non vadano a scapito delle tutele essenziali degli azionisti e dell'integrità del mercato.

La riforma del TUF appronta, poi, una disciplina *ad hoc* per gli *emittenti di nuova quotazione*. A norma dell'art. 154.1 TUF, sono tali gli emittenti che abbiano deliberato la richiesta di ammissione delle azioni alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano. A costoro è consentito optare per un regime speciale, che ammette l'inserimento nello statuto di clausole in deroga alla disciplina ordinaria delle società quotate (in tema di elezione degli organi sociali, modifica dello statuto, diritto di recesso e operazioni con

parti correlate), nell'intento di offrire una *governance* più flessibile e appetibile.

In particolare, il comma 4 dell'art. 154.2 TUF dispone che gli emittenti di nuova quotazione i quali abbiano esercitato l'opzione per il regime speciale e abbiano poi ottenuto il trasferimento delle negoziazioni su un MTF a mente del novellato art. 133, comma 1-bis, possano mantenere le modifiche statutarie introdotte, purché esse risultino compatibili con le regole del sistema multilaterale di destinazione e le azioni siano state negoziate sul mercato regolamentato per un arco temporale continuativo non inferiore a tre anni.

È previsione di considerevole rilievo pratico. Per la prima volta essa rende possibile una *migrazione ordinata* verso un MTF che non travolga le "agevolazioni" statutarie ottenute in sede di quotazione, dando vita a un *continuum* regolatorio tra il regime del mercato regolamentato e quello del sistema multilaterale.

Il requisito della permanenza triennale sul mercato regolamentato assolve a una funzione duplice: per un verso garantisce un radicamento minimo dell'emittente nel mercato principale, arginando condotte opportunistiche; per altro verso impedisce che il *downlisting* si risolva in un espediente per sottrarsi al regime di vigilanza proprio delle società quotate.

8. In uno scenario di diritto europeo in evoluzione, nella prospettiva della *Savings and Investments Union*, il diritto italiano è tenuto ad assicurare la piena coerenza dell'ordinamento nazionale con i principi e le misure della SIU, evitando di introdurre misure di *gold plating* suscettibili di svantaggiare gli operatori italiani rispetto ai concorrenti europei.

La riforma del TUF si segnala per una fisionomia a doppio binario: da un lato, le misure di immediata applicazione recate dalla Legge Capitali, che hanno già sortito effetti apprezzabili, segnatamente in tema di classificazione della clientela, di disciplina dei mercati e di *governance* delle società quotate; dall'altro, le misure delegate al Governo per una revisione organica, destinate a esplicarsi nel prossimo biennio mediante uno o più decreti legislativi.

L'esito auspicato è un TUF rinnovato nella forma e negli equilibri regolatori, più allineato al quadro europeo e più aderente alle esigenze di un mercato dei capitali in rapida evoluzione.