

Marco Palmieri

# Il TUF fra passato e futuro. Il dibattito fra Ferruccio De Bortoli, Carmine Di Noia, Gabriele Galateri di Genola, Piergaetano Marchetti e Andrea Sironi

(doi: 10.1433/95019)

Analisi Giuridica dell'Economia (ISSN 1720-951X)

Fascicolo 2, dicembre 2019

**Ente di afferenza:**

*Università Venezia Cà Foscari (unive)*

Copyright © by Società editrice il Mulino, Bologna. Tutti i diritti sono riservati.

Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it>

**Licenza d'uso**

L'articolo è messo a disposizione dell'utente in licenza per uso esclusivamente privato e personale, senza scopo di lucro e senza fini direttamente o indirettamente commerciali. Salvo quanto espressamente previsto dalla licenza d'uso Rivisteweb, è fatto divieto di riprodurre, trasmettere, distribuire o altrimenti utilizzare l'articolo, per qualsiasi scopo o fine. Tutti i diritti sono riservati.

# Il TUF fra passato e futuro

Il dibattito fra Ferruccio De Bortoli,  
Carminè Di Noia, Gabriele Galateri di Genola,  
Piergaetano Marchetti e Andrea Sironi

a cura di Marco Palmieri

---

Un momento significativo del convegno dell'Associazione Disiano Preite tenutosi a Porretta Terme è stata la tavola rotonda condotta nel primo giorno di lavori dall'editorialista del «Corriere della Sera» e de «Il Sole 24Ore» Ferruccio De Bortoli, alla quale hanno partecipato il Commissario CONSOB Carminè Di Noia, il Presidente di Assicurazioni Generali SpA Gabriele Galateri di Genola, il professore emerito di Diritto commerciale Piergaetano Marchetti e il Presidente di Borsa Italiana SpA Andrea Sironi. Grazie anche agli spunti critici introdotti dal *chairman*, i *panelist* hanno saputo sviluppare un dialogo a più voci prendendo in considerazione vari aspetti dell'odierno mercato finanziario e della sua regolamentazione. Le differenti prospettive offerte hanno, quindi, dato vita a un'interessante analisi corale dello stato attuale e delle tendenze evolutive del diritto nazionale delle società quotate e del mercato dei capitali, analisi che, di seguito, si riproporrà sintetizzando e raggruppando i singoli interventi per macro-argomenti a beneficio del lettore.

## 1. LA COMPRESIONE DEI REALI COMPORTAMENTI DEGLI ATTORI DEL MERCATO, QUALE PREMESSA PER NUOVI INTERVENTI NORMATIVI

---

Uno dei punti emersi più volte nel corso del dibattito riprende un passaggio della relazione introduttiva di Francesco Vella e riguarda la necessità della piena comprensione delle condotte tenute in concreto dagli attori del mercato, nonché di quanto i modelli regolamentari si discostino da esse, al fine di un miglioramento di questi ultimi. Questo dato è stato evidenziato dai componenti della tavola rotonda sotto molteplici angolazioni.

Anzitutto, è emersa la necessità di considerare la generalizzata difficoltà del percepimento del rischio finanziario, che è sofferta non solo dal vasto pubblico dei risparmiatori, ma anche dagli stessi operatori professionali. In particolare, riguardo ai primi è stato rilevato criticamente come il recente indirizzo di attuare un automatico risarcimento pubblico del c.d. risparmio tradito, oltre che scontare taluni dubbi sul profilo della compatibilità con la disciplina comunitaria degli aiuti di Stato, produca indirettamente l'effetto di incentivare un'errata selezione degli investimenti (De Bortoli), denotando così l'assenza di una politica del diritto coerente (Marchetti). Sotto il secondo aspetto è stato evidenziato come nel passato, pur a fronte di un'informazione validamente resa, anche gli attori più esperti del mercato non abbiano saputo discernere la realtà con risultati talora disastrosi; da ciò discende la costante importanza di vedere migliorata la capacità di valutazione dell'*industria della reputazione*, ovvero l'attività degli analisti e della stampa economica, in quanto componente imprescindibile per lo sviluppo di un sano mercato finanziario (Di Noia).

In merito ai limiti cognitivi i relatori hanno messo in luce, inoltre, come i componenti degli organi sociali non siano spesso oggettivamente in grado di approfondire la messe di dati loro obbligatoriamente sottoposta (Galateri di Genola), così come, più in generale, occorra dare maggior attenzione alle soluzioni suggerite dalle teorie comportamentali della *behavioural law & economics* – quali, ad esempio, le difficoltà ad esprimere, ma anche a prendere in dovuta considerazione, il dissenso espresso all'interno degli organi sociali – (Marchetti), anche al fine di approntare una miglior legislazione riguardante la stessa operatività interna delle *authority*, che potrebbe essere improntata alle *best practice* di *corporate governance*, come già peraltro avviene in alcuni Paesi (Olanda e Gran Bretagna) (Di Noia).

## 2. I TRAGUARDI RAGGIUNTI DALL'ENTRATA IN VIGORE DEL TUF

---

L'auspicio di una più efficiente legislazione, che tenga conto dei reali comportamenti degli attori del mercato, è stato accompagnato, al tempo stesso, da alcuni *caveat* in merito ai pericoli connessi a un eccessivo riformismo, che non consideri i traguardi raggiunti a seguito dell'introduzione di una, pressoché ormai compiuta disciplina, dei mercati finanziari e che, in questo modo, punti a innovare anche laddove non c'è un effettivo bisogno.

In questa direzione è stata sottolineata la necessità di rileggere la disciplina vigente non solo ricordando lo scenario iniziale *ante* TUF in tema di *governance* delle società quotate (Galateri di Genola), ma anche considerando la

necessità di valutare il mercato borsistico nazionale alla luce dei rendimenti effettivamente resi, i quali, considerato l'arco di tempo dall'introduzione del testo unico ad oggi, sono comunque positivi, pur alla luce delle crisi nel frattempo intercorse (Sironi).

Sotto quest'ultimo aspetto è stato ricordato anche come il mercato domestico sia caratterizzato da una fortissima presenza di investitori istituzionali stranieri, in controtendenza con quanto avviene nelle realtà nazionali estere (Sironi), e che, comunque, anche apparenti segni negativi – quali la riduzione del numero di società quotate – non debbano essere interpretati come un elemento caratteristico del mercato italiano, in quanto rappresentano un *trend* rilevabile in buona parte delle piazze borsistiche evolute, *in primis* quella statunitense (Di Noia). Analogamente è stato riletto in chiave positiva il notevole rendimento conseguito nel lungo periodo dagli investimenti azionari in Italia – dato riportato nell'intervento introduttivo di Gustavo Olivieri – che non necessariamente potrebbe essere indice di una sottrazione di risorse alle imprese, quanto, invece, di un flusso finanziario che testimonia l'efficacia stessa del mercato dei capitali e ne giustifica la stessa attrattività per gli investitori stranieri, come ad esempio è avvenuto nel corso degli ultimi anni nel mercato statunitense a mezzo di dividendi e operazioni di *buyback* (Sironi).

Sempre in quest'ottica è stato sostenuto come la quotazione non debba essere vista dal legislatore e dagli interpreti come un obiettivo imprescindibile, ma solo come un mezzo per realizzare le differenti esigenze finanziarie che possono essere maturate da una società: in questa direzione si è suggerito, quindi, di evitare che l'apertura al mercato conduca alla cosiddetta *adverse selection*, dato che, così facendo, vi è il rischio che solamente le imprese in condizioni finanziarie critiche siano incentivate a compiere questo passo (Di Noia).

L'*appeal* del mercato dei capitali nazionale per gli investitori esteri e l'attivismo mostrato ultimamente dagli stessi sono stati imputati anche all'altissimo grado di trasparenza imposto dalla legislazione nazionale, ritenuta per molti aspetti ben più avanzata di quella concessa da altri Stati europei (al limite di permettere un vero e proprio «voyeurismo finanziario») e, comunque, già da tempo in linea con molte delle previsioni contenute nella seconda *Shareholder Rights Directive* recentemente entrata in vigore. A sostegno di queste affermazioni è stato evidenziato come in tema di trasparenza dei compensi gli standard imposti dalla nuova disciplina europea non risultano affatto dissimili da quelli che erano già previsti dal Testo Unico, così come migliore appare allo stato la disciplina nazionale in tema di pubblicazione dei verbali assembleari e quella sulla *disclosure*

degli assetti proprietari (Di Noia). Un analogo giudizio positivo è stato espresso anche in merito all'applicazione della normativa italiana dei limiti agli incarichi assumibili nelle società quotate, ambito che, da anni, vede il mercato domestico maggiormente evoluto rispetto ad altri ordinamenti nazionali europei (Di Noia).

In linea con la necessità di considerare i risultati conseguiti dal mercato nazionale a seguito dell'introduzione del TUF è stato sostenuto, inoltre, come il sistema tradizionale di amministrazione delle società quotate rappresenti una valida soluzione di *governance*, in particolare rispetto al modello monistico, anche se quest'ultimo presenta l'indubbio vantaggio di poter essere più facilmente compreso dagli investitori esteri (Galateri di Genola). A questa lettura, che ha anche esaltato il ruolo di esclusivo controllo svolto dai sindaci e che si riflette anche nel fatto che essi rappresentano delle «cartine di tornasole» utili al presidente del consiglio di amministrazione per gestire efficacemente il dialogo con l'amministratore delegato e il resto dei consiglieri, se ne è contrapposta, tuttavia, una meno entusiasta circa la portata di questo dialogo, dato che, nell'esperienza concreta, il ruolo del collegio sindacale si svolge anche nei momenti pre-consiliari e che, pertanto, esso non sembra molto distaccarsi dal compito degli amministratori che costituiscono il comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico (Marchetti).

### 3. L'EVOLUZIONE DEL MERCATO E GLI AMBITI DI MIGLIORAMENTO DELLA NORMATIVA

---

Pur a fronte delle positive considerazioni spese dai *panelist* circa i risultati conseguiti dal mercato italiano dei capitali, il dibattito ha comunque evidenziato l'emergere di alcune modifiche strutturali al mercato stesso, che suggeriscono l'esistenza di spazi per una revisione o, quantomeno, per un'implementazione della normativa di settore.

La prima di queste – più volte richiamata per la sua importanza nel corso dei singoli interventi – è rappresentata dalla significativa diminuzione del tradizionale finanziamento bancario a favore delle piccole e medie imprese, quale conseguenza della crisi innescata dalla cartolarizzazione dei mutui *sub-prime* statunitensi (De Bortoli). Tale riduzione rappresenta, infatti, una chiave di lettura fondamentale dell'odierno mercato dei capitali (Marchetti), in quanto ha comportato lo sviluppo di canali finanziari alternativi, che hanno avuto il merito di indurre il capitalismo familiare italiano ad aprirsi agli investitori terzi – come testimoniano le oltre 700 imprese assistite dalla piattaforma di *tutoring* Elite di Borsa Italiana SpA

(Sironi) – ma che, al tempo stesso, presentano numerosi punti di ombra su cui risulta auspicabile un intervento correttivo da parte del legislatore.

A questo riguardo un ambito di riflessione immediato riguarda il fenomeno del *crowdfunding* e l'apertura al mercato dei capitali della srl, modello societario tradizionalmente «chiuso», contrapposto a quello della SpA, che – come noto – nelle intenzioni del riformatore del 2003 doveva essere lo strumento per traghettare le PMI alla quotazione, previa diffusione fra il pubblico delle azioni in maniera rilevante e applicazione del relativo regime normativo intermedio. Confermando l'analisi di Gaetano Presti nella relazione antecedente la tavola rotonda, l'intervento così operato dal legislatore è stato giudicato dare vita a una disciplina societaria complessivamente incoerente, frutto della mancanza di un'efficace politica del diritto, oltre che di un approccio semplicistico, che si può riassumere nell'espressione *one size fits all* (Marchetti).

L'auspicio per una revisione del c.d. scalino normativo è emerso anche in relazione all'analisi dell'operatività dei c.d. mercati non regolamentati: in particolare, richiamando l'esperienza dell'AIM di Borsa Italiana SpA, è stato evidenziato come i titoli azionari scambiati in questo contesto appartengano per la maggior parte a SpA «chiuse», che solo in minima parte riescono ad aprirsi al mercato al punto di superare la soglia della diffusione rilevante (su 115 società accedenti al sistema di scambio ben 105 sono società «chiuse»); dal rilievo di questa anomalia è conseguito il suggerimento di rendere facoltativa l'applicazione della disciplina delle società «aperte», ad esempio in tema di OPA, a scelta del gestore del mercato (Sironi).

Sempre in tema di *multilateral trading facilities* è stato rilevato come l'indubbio successo che queste piattaforme hanno raggiunto nel favorire l'accesso delle PMI al finanziamento non bancario (anche a fronte di strumenti migliorabili quali i PIR) abbia innescato una forte concorrenza a livello internazionale, concorrenza che potrebbe produrre notevoli danni qualora ciò avvenisse in assenza di un'efficace cornice normativa comune (Sironi). Di qui l'esigenza di ricondurre – almeno a livello europeo – la competizione anche di questo settore nell'ambito di un progetto legislativo comune, quale è la *Capital Markets Union* (Di Noia).

L'importanza di quest'ultima iniziativa riformatrice è stata sottolineata anche a riguardo della generale necessità di assicurare una disciplina uniforme, che faciliti il compimento degli investimenti nei singoli mercati nazionali, nonché in relazione al bisogno di approntare una normativa efficiente di settori cruciali dell'economia, quali – come ulteriore esempio riportato – il mercato delle cartolarizzazioni, a cui è dedicato il regolamento

pubblicato nel 2018, al fine di assicurare la stabilità del mercato finanziario continentale (Marchetti).

Accanto alla riduzione del finanziamento bancario, la tavola rotonda ha individuato un secondo fattore di profondo cambiamento del mercato nella modifica della composizione dell'azionariato delle società quotate, che ha visto l'affermarsi di una prevalenza degli investitori istituzionali sul c.d. risparmio *retail*, nonché l'attivismo di molti di questi nella gestione delle emittenti (De Bortoli). A questo nuovo scenario, facilitato dal successo della disciplina della raccolta di deleghe e dallo sviluppo dell'industria dei *proxy advisor* (Di Noia), appaiono collegati – anche solo indirettamente – degli ulteriori spunti offerti dai relatori per un ripensamento di porzioni della disciplina della *governance* delle emittenti.

Il primo di questi attiene ai criteri di indipendenza degli amministratori contenuti nella normativa codicistica e nel codice di autodisciplina (Di Noia), dei quali è suggerito un miglior coordinamento, con una preferenza per quelli dettati dalla *hard law* (Sironi).

Riprendendo le considerazioni spese circa l'efficacia del modello di amministrazione tradizionale in contrapposizione al monistico, è stato messo in luce, inoltre, come vi possano essere ampi spazi per una autoregolamentazione del funzionamento del *board* – similmente a quanto già avviene nel settore bancario (Marchetti) – in ottica di esaltare la figura del presidente quale stimolo all'operato dell'amministratore delegato (Sironi), anche al fine di contrastare i pericoli legati alla figura dell'*uomo solo al comando*» (Marchetti).

In tema di limiti agli incarichi assumibili negli organi sociali è stata suggerita una revisione della disciplina che, lungi dall'imporre rigide soglie numeriche, lasci la possibilità di una valutazione caso per caso, risultando, comunque, anche in questo ambito, di primaria importanza l'efficacia di norme che assicurino una piena *disclosure* degli incarichi effettivamente assunti (Di Noia).

L'evidenziata prevalenza di investitori istituzionali nell'azionariato delle emittenti potrebbe favorire, inoltre, l'indagine che l'ESMA è chiamata a condurre con gli *stakeholder* in vista della revisione del regolamento sugli abusi di mercato, di cui si è fatto cenno unitamente a una revisione della normativa CONSOB sulle parti correlate (Di Noia).

Sul tema dell'operatività delle *authority* europee, riprendendo la relazione di Mario Cera, è stato espresso, infine, l'auspicio che si vada verso il superamento di un'operatività armonizzata di plurime autorità nazionali coordinate da un ente sovranazionale, a favore di un'unica autorità europea

di controllo che, tramite delle dipendenze, agisca direttamente nei singoli mercati nazionali (Marchetti).

*Marco Palmieri*  
*Dipartimento di Scienze giuridiche*  
*Università Cattolica del Sacro Cuore*  
*Largo A. Gemelli 1*  
*20123 Milano*  
*marco.palmieri@unicatt.it*

