

# Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari

*a cura di*

Marco Ventoruzzo



Giappichelli

## *Il curatore*

**Marco Ventrizzo**, Professore ordinario di diritto commerciale presso l'Università Bocconi, già Full Professor of Law alla Penn State University Law School negli Stati Uniti e direttore del Max Planck Institute di Lussemburgo sul diritto dei mercati finanziari. Ha insegnato in diverse università in Italia e all'estero, è direttore di alcune riviste del settore, tra le quali la *Rivista delle società e European Company and Financial Law Review*, e autore di numerosi saggi in materia di diritto societario e dei mercati finanziari.

## *Gli autori*

**Simone Alvaro**, Responsabile dell'Ufficio Sanzioni Amministrative della Consob, già Responsabile dell'Ufficio Studi Giuridici della medesima Istituzione. È docente di diritto dei mercati e degli strumenti finanziari presso l'Università Bocconi. Autore di numerose pubblicazioni scientifiche nelle principali riviste italiane e co-autore di svariati Quaderni Giuridici Consob. In rappresentanza della Consob ha partecipato a riunioni presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze in occasione della Riforma del Diritto Societario.

**Filippo Annunziata**, Professore associato di diritto dei mercati finanziari presso l'Università Bocconi. Academic Board Member dello European Banking Institute (EBI), co-direttore dell'Unità Rules del Centro di Ricerca "Paolo Baffi" istituito presso l'Università Bocconi. È membro del comitato di redazione e *referee* di riviste nazionali e internazionali, autore e curatore di numerose pubblicazioni in materia di diritto dei mercati finanziari, diritto bancario europeo e nell'ambito degli studi di *Law and humanities*.

**Alessandra Bianconi**, Ufficio Sanzioni Amministrative della Consob. Dottore di ricerca in Diritto penale dell'economia. Già docente di diritto penale dell'economia presso la LUISS Guido Carli.

**Angelo Borselli**, Academic Fellow presso l'Università Bocconi, nella quale insegna diritto commerciale e diritto societario comparato, è Scholar in Residence e

Fellow dell'Insurance Law Center alla University of Connecticut School of Law negli Stati Uniti. Autore di numerose pubblicazioni scientifiche nelle principali riviste italiane e internazionali.

**Edoardo Brillante**, esercita la professione di avvocato a Milano ed è specializzato nella regolamentazione dei servizi finanziari, bancari e assicurativi, nella disciplina degli emittenti quotati (anche in occasione di operazioni straordinarie, quali IPO, OPA, aumenti di capitale), nonché nelle operazioni di sollecitazione all'investimento e nella distribuzione di prodotti finanziari, bancari ed assicurativi (tra cui quotazioni di OICR).

**Salvatore Ciccarelli**, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato della Consob. Dottore di ricerca in Banking and Finance presso l'Università di Roma "La Sapienza", autore di pubblicazioni scientifiche e co-autore di Discussion Papers Consob.

**Marco Maria Fumagalli**, è stato dirigente presso la Consob e, successivamente, responsabile *capital markets* presso una banca italiana. È consigliere e sindaco di società quotate.

**Piergaetano Marchetti**, Professore emerito di diritto commerciale presso l'Università Bocconi, ha fatto parte delle commissioni che hanno predisposto il Testo Unico della Finanza e il testo della legge delega per la riforma generale del diritto societario, è componente del Comitato di Esperti per il Codice di Corporate Governance. È autore di numerose pubblicazioni in materia di disciplina della concorrenza, diritto societario, mercati mobiliari, diritto industriale, privatizzazioni, editoria. È direttore di alcune riviste del settore, tra le quali la *Rivista delle società e Concorrenza e mercato*.

**Federico Picco**, Ufficio Segreteria di Commissione della Consob. Autore di pubblicazioni scientifiche e co-autore di Discussion Papers Consob.

**Sara Pietra Rossi**, Dottoranda di ricerca di diritto commerciale presso l'Università Bocconi, è *teaching assistant* di diritto commerciale (corso base e progredito), disciplina giuridica del bilancio e diritto dei mercati e degli strumenti finanziari nella medesima Università. Autrice di pubblicazioni scientifiche in ambito di diritto societario e dei mercati finanziari.

**Giulio Sandrelli**, Ricercatore di diritto commerciale presso l'Università degli Studi Roma Tre, nella quale è titolare degli insegnamenti di diritto commerciale e di diritto dei contratti commerciali. Autore di una monografia (in materia di innovazione finanziaria ed esercizio del voto) e di numerose pubblicazioni scientifiche nelle principali riviste italiane e internazionali.

**Raffaele Sansone**, esercita la professione di avvocato a Milano ed è specializzato in diritto dei mercati finanziari, bancario e assicurativo. Assiste società italiane e straniere in offerte di strumenti finanziari e quotazioni in Borsa, tra cui IPOs, aumenti di capitale e altre operazioni straordinarie da parte di emittenti quotati.

**Giovanni Strampelli**, Professore ordinario di diritto commerciale e direttore del Dottorato in Legal Studies presso l'Università Bocconi, dove è titolare del corso di diritto contabile. È autore di due monografie e di oltre cento articoli e capitoli di libri pubblicati in sede nazionale e internazionale. È membro del Comitato di Direzione della *Rivista delle società* e della Direzione della *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*.

**Isadora Tarola**, Responsabile della Divisione Mercati e reggente temporaneo dell'Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato, già Responsabile dell'Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato. È stata coordinatrice e componente di numerosi gruppi di lavoro e *task forces* istituiti da autorità e organizzazioni internazionali (ESMA, CESR, IOSCO). Autrice di pubblicazioni scientifiche in ambito di diritto societario e dei mercati finanziari.

**Federico Urbani**, Dottore di ricerca di diritto commerciale presso l'Università Bocconi, è *teaching assistant* di diritto commerciale (corso base e progredito), disciplina giuridica del bilancio e diritto degli intermediari e dei mercati finanziari nella medesima Università. Autore di pubblicazioni scientifiche in ambito di diritto societario e dei mercati finanziari.



## *Due parole su questo libro*

Nelle intenzioni degli Autori e del Curatore, questo volume ambisce a caratterizzarsi per un'impostazione e delle scelte specifiche che meritano di essere chiarite.

La prima caratteristica attiene il taglio e la destinazione del libro. L'idea nasce dal desiderio di disporre di un nuovo manuale per un corso universitario o post-universitario di diritto dei mercati finanziari concentrato sulla disciplina delle società quotate contenuta nel Testo Unico della Finanza (TUF) e dall'esperienza di diversi degli Autori nella didattica. Nelle pagine che seguono si troverà allora una puntuale esposizione di tutte le principali questioni del diritto degli emittenti e dei mercati finanziari (inclusi, seppur più sinteticamente, servizi di investimento, gestione collettiva del risparmio, mercati regolamentati e non). Ma il volume vorrebbe avere un pubblico più ampio, puntando a offrire anche a studiosi, professionisti, operatori, *manager* di intermediari ed emittenti, Autorità di supervisione, un primo ma approfondito esame della disciplina e dei relativi problemi. Ciò si riflette nelle dimensioni e nella lunghezza, che sono superiori a quelle dei più sintetici manuali universitari, ma inferiori e più maneggevoli rispetto a quelle di trattati o commentari analitici.

Un secondo sforzo è stato quello di adottare un linguaggio rigoroso ma non arido, se non colloquiale almeno sfrondato da formalismi e barocchismi, diretto, non inutilmente complicato o astratto. In coerenza con questo approccio si è deciso di omettere note a piè pagina e pesanti apparati bibliografici, limitandosi a richiamare posizioni dottrinali, decisioni giurisprudenziali, orientamenti e prassi delle Autorità solo quando davvero essenziali e, comunque, salvo rari casi, nel solo testo.

Il desiderio di un testo dettagliato ma accessibile e facilmente consultabile ha anche condotto a utilizzare più di quanto sia prassi nella letteratura giuridica italiana grafici, disegni, tabelle, tavole sinottiche che hanno lo scopo di chiarire, illustrare, sintetizzare quanto esposto (si veda, ad esempio, il capitolo sulle offerte pubbliche d'acquisto). Cugina di questa scelta è stata anche quella di riportare limitati dati statistici per fornire al lettore le dimensioni reali di alcuni dei fenomeni o degli istituti studiati.

Da una certa frustrazione nel non trovare, nella manualistica comparabile, alcune questioni e informazioni, nasce il terzo obiettivo che ci siamo dati sin dall'avvio del progetto: mi riferisco alla decisione di trattare, pur brevemente, alcune questio-

ni di grande rilievo anche pratico spesso trascurate dalle trattazioni giuridiche non monografiche (penso, ad esempio, al capitolo sui veicoli di investimento quotati tra i quali le SPAC, alle parti sulla determinazione del prezzo di emissione negli aumenti di capitale, oppure alle pagine dedicate ai bilanci o alle sanzioni Consob). Per analoghe ragioni, si è anche puntato a una misurata interdisciplinarietà: pur senza diluire l'analisi strettamente giuridica, che resta ovviamente la cifra del libro, ove possibile e opportuno si è riservato un poco di spazio a considerazioni di ordine economico (ad esempio i richiami al dibattito "un'azione – un voto" in tema di azioni e autonomia statutaria, o ancora le osservazioni sulla trasparenza degli assetti proprietari, o sulla *ratio* dell'OPA). Ciò sia per chiarire le finalità e il significato delle norme nell'ambito del dibattito di *policy*, sia per meglio illustrare i problemi che gli operatori affrontano nella realtà quotidiana. In questa materia, comprendere appieno le questioni giuridiche richiede necessariamente di conoscere le sottostanti o conseguenti problematiche aziendali, finanziarie, contabili. Questa caratteristica rende il volume utile anche oltre gli studi universitari, fornendo una visione più ampia a professionisti e operatori che provengono da una formazione più focalizzata solo sul diritto, o solo sull'economia.

Si è anche prestata attenzione al rapporto tra prospettive "teoriche" e "pratiche", una distinzione, per la verità, che è spesso piuttosto forzata. In ogni caso, sottoscrivendo la frase attribuita ad Albert Einstein per cui non vi sarebbe nulla di più pratico di una buona teoria, abbiamo cercato sia, da un lato, di dare conto di alcuni dei principi di fondo, dei modelli e delle ipotesi che spiegano le scelte normative dei *policy makers* o l'azione delle Autorità; ma anche, dall'altro lato, di prestare costante attenzione alla prassi, dando ad esempio spazio a comunicazioni Consob, orientamenti giurisprudenziali, casi concreti che consentono se non di colmare almeno di indicare la differenza tra legge scritta e diritto vivente.

Non manca qualche breve spunto comparato, reso ancor più importante dall'armonizzazione europea ma inevitabilmente contenuto solo ad alcune tematiche; né si sono disdegnati cenni all'evoluzione storica: il diritto è scienza anche esperienziale, e spesso le regole e la loro interpretazione si capiscono appieno solo conoscendone il passato almeno più prossimo. Naturalmente, infine, abbiamo sempre cercato di distinguere quanto dicono testualmente norme e provvedimenti, dalle opinioni interpretative o *de iure condendo*.

Insomma, paragonato a un motociclo, questo libro è un po' un enduro, ossia una moto adatta sia a lunghe percorrenze veloci su strada asfaltata, sia a qualche avventura fuoristrada su mulattiere, sterrati, sabbia e magari a guada qualche piccolo corso d'acqua. Non è né una moto autostradale aerodinamica, pensata solo per la velocità e inadatta a strade dissestate, come potrebbe essere un manuale breve che offre il quadro generale limitando gli approfondimenti; né un veicolo da motocross puro, capace di arrampicarsi su pendenze estreme e derapare nel fango, ma troppo lento, rumoroso e pieno di vibrazioni in autostrada, come potrebbe es-

sere un dettagliatissimo trattato. È un libro di diritto, ma contiene riflessioni economiche e qualche dato statistico. Esamina il quadro normativo, il sistema e i suoi presupposti teorici, ma tratta anche casi concreti e problemi della prassi. Il compromesso presenta ovviamente costi e benefici: ci auguriamo che la versatilità che abbiamo perseguito consenta un buon viaggio nel diritto degli emittenti. Non si eccelle probabilmente né in velocità di punta né nel salto, ma guidando con giudizio e determinazione si possono raggiungere luoghi e servire esigenze diversi in relativa comodità e sicurezza.

L'elenco degli Autori rispecchia per molti versi questi obiettivi. Troviamo così studiosi ed esperti di diritto pienamente maturi, a cominciare dal Maestro di molti di noi, che apre autorevolmente il volume; ma anche giovani ricercatori alle prese con un primo lavoro di questo tipo; troviamo diversi esponenti dell'Autorità di supervisione cui va un particolare ringraziamento per essersi prestati a questa fatica aggiuntiva per mera curiosità intellettuale e desiderio di offrire un contributo di conoscenza, tra i quali Simone Alvaro, con cui discutemmo l'idea sin dall'inizio e che mi spronò a perseguirla; avvocati di studi specializzati in queste materie quotidianamente chiamati a osservare e creare la *law in action* e a confrontarsi con i mille mal di testa delle norme e delle operazioni; ma anche Autori che provengono da una formazione prettamente economica e che hanno svolto la loro carriera prevalentemente nel mondo della finanza, vuoi con incarichi istituzionali, vuoi presso società quotate o intermediari. La pluralità di voci può riflettersi in alcune differenze fra i capitoli, ma arricchisce le prospettive. A tutti gli Autori va la mia personale gratitudine per il generoso impegno e l'entusiasmo dimostrati in un lavoro dai ritmi davvero serrati; così come all'Editore e al suo eccellente *team* va tributata gratitudine anche per aver creduto in un progetto nuovo e non pienamente ortodosso in un mercato affollato. Una menzione particolare la meritano Sara Pietra Rossi e Federico Urbani che, oltre a scrivere parti del volume, hanno seguito il coordinamento tra gli Autori e il lavoro redazionale con attenzione e disponibilità.

Non posso poi trascurare due ulteriori ringraziamenti. Il primo è ai miei studenti di ormai molti anni e corsi, in Italia e altrove, stimolo fondamentale di questo lavoro nel quale si trovano molte delle riflessioni che loro stessi mi hanno suggerito negli anni. Il secondo, affettuoso, va ad Alessandra, Giulia e Pietro, per la pazienza.

Gli errori, sia di impostazione che di esecuzione, dei quali io solo mi assumo la responsabilità, non mancheranno, ma contiamo che questo sia l'avvio di un dialogo coi lettori che, anche segnalandoci sviste o punti migliorabili, ci aiuteranno ad affinare le prossime edizioni.

Marco Ventoruzzo

Milano, gennaio 2023



## Capitolo I

# ***Introduzione. Un breve quadro dell'evoluzione della disciplina delle società quotate e le sue prospettive future***

*Piergaetano Marchetti*

### ***1. Nascita e sviluppo della disciplina.***

Solo con il 1974 si può parlare in Italia di una disciplina sistematica delle società quotate: una disciplina, si diceva, sistematica perché guarda non solo all'emittente i titoli quotati, ma al mercato ed al suo funzionamento più in generale.

In particolare con la l. 7 giugno 1974, n. 216 (sull'onda dello scandalo Sindona) viene istituita una pubblica autorità, la Commissione nazionale per le Società e la Borsa, Consob, dotata di personalità giuridica ed autonomia, il cui compito (sulla falsa riga del capostipite americano: Securities and Exchange Commission – SEC) è quello di vigilare sul mercato regolamentato di titoli e sulla completezza e correttezza delle informazioni e dei comportamenti dei soggetti che emettono titoli, appunto, trattati sui mercati regolamentati.

La Consob è estranea a qualsiasi controllo di merito anche se viene dotata di incisivi poteri sul controllo dell'informazione contabile, per la quale viene introdotta la misura fondamentale della certificazione dei bilanci.

La istituzione della Consob diede il via ad un ventennio caratterizzato dall'emanazione di numerose leggi relative al mercato finanziario e di riflesso anche alle società quotate. Fu in questo periodo, che segue la riforma del 1974, che si introducono i fondi comuni di investimento e nello stesso tempo si costruisce la disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio (offerte pubbliche di acquisto – OPA – di sottoscrizione, vendita, miste) relativa a qualsiasi prodotto finanziario. Una legge fondamentale per la costruzione di una disciplina organica del mercato finanziario, con grandi riflessi sulla disciplina delle società quotate, viene emanata nel 1991 (l. 2 gennaio 1991, n. 2), che regola per la prima volta in modo organico l'attività di intermediazione mobiliare, eliminando in sostanza la

storica figura dell'agente di cambio, sostituita da apposite società di intermediazione mobiliare (SIM).

La l. n. 216/1974 istitutiva della Consob incide notevolmente anche sulla normativa delle società quotate dando spazio in sostanza alla (parziale) divaricazione, tutt'ora esistente, tra società quotate e non. La divaricazione riguardava soprattutto la trasparenza, ma anche altri aspetti quali la disciplina del controllo, delle partecipazioni incrociate, delle deleghe, della tutela delle minoranze in caso di nuove emissioni di azioni non riservate in opzione. La ragione consisteva nel non rendere la società che con la quotazione si rivolge al pubblico degli investitori eccessivamente assoggettata al potere di singoli soci e/o dei *managers*, evitando così fenomeni di c.d. appropriazione di "benefici privati" non proporzionati al rischio dell'investimento effettuato in società. Problematiche, queste, che rappresentano una costante della normativa sulle società quotate ed alle quali, come si vedrà, non venne certo posto fine con la riforma del 1974.

Al tipo di preoccupazione ora evocata si raccorda l'istituto delle azioni di risparmio introdotto sempre con la l. n. 216/1974. Si trattava di azioni (emettibili sino al 50% del capitale) senza diritto di voto, ma con un forte privilegio già sull'utile emergente dal bilancio. Strumenti a tutela del risparmio diffuso ovvero agevolazioni al gruppo di comando che, teoricamente, con solo il 25% più una azione poteva così dominare la società? I dati empirici non offrono sicuri riferimenti. Certo, le azioni di risparmio persero progressivamente di interesse anche perché, da un lato, la riforma del diritto societario del 2003 avrebbe lasciato ampi spazi nella configurazione dei titoli da offrire al mercato e, dall'altro lato, nel 2014 si introdussero "azioni di fedeltà" (o meglio la possibilità che con il possesso continuativo per almeno un biennio si ottenga un voto multiplo) agevolando così la stabilità e la stessa posizione del socio di controllo.

Si inaugura nel 1974 con l'introduzione della Consob e le altre misure connesse alla quotazione una tendenza per cui le riforme del diritto societario vengono, per quanto possibile, inserite nel codice civile, ma si forma parallelamente pure un corpo autonomo di norme, anche di natura primaria, contenute in leggi speciali che poi confluiranno (o si cercheranno di far confluire) nel TUF (abbreviazione del Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria portato dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).

All'articolarsi delle fonti di *formazione* della normativa che si sviluppa con la l. n. 216/1974 corrisponderà una pluralità di fonti di *conoscenza* che si tenterà con il 1998, ma anche con la riforma del 2003, di ricondurre solo ai due binari del TUF e del codice civile.

Un'ulteriore caratteristica si coglie nella normativa sulle società quotate della l. n. 216/1974, caratteristica che diventerà una costante nella legislazione successiva. Ci si riferisce al fatto che alcune norme disciplinano in modo differenziale, in caso di quotazione, aspetti della organizzazione delle società (si pensi alle as-

semblee ed ai loro *quorum*) comunque oggetto anche della disciplina di diritto comune a tutte le società per azioni, mentre altre norme, a livello di fattispecie, riguardano solo le società quotate (si pensi al voto per lista per le nomine delle cariche sociali).

Costituisce ormai luogo comune, ma negli anni '70 rappresentò un'innovazione di cui non si ebbe subito compiuta consapevolezza, che questi nuovi territori guadagnati alla regolamentazione societaria, ma anche aspetti della nuova disciplina di istituti tradizionali, erano il riflesso del fatto che gli interessi sottesi alla riforma tenevano conto di attori, scenari, platee, quelle dei mercati finanziari, che trascendevano le logiche maggioranza-minoranza di chi già della società faceva parte.

Sui filoni aperti dalla l. n. 216/1974 (autorità di controllo, mercati, intermediari, disciplina delle quotate) doveva di lì a poco inserirsi il *driver*, che in breve tempo divenne impetuoso e determinante, della legislazione comunitaria. Con il progredire del mercato unico europeo, cresce a ritmo vorticoso l'esigenza di armonizzazione della legislazione dei mercati finanziari con un susseguirsi di direttive. Ammissione alla quotazione, prospetti di quotazione, organismi di investimento collettivo, offerte pubbliche, soglie rilevanti di partecipazione, *insider trading*, documenti contabili, per non parlare dei servizi di investimento, della disciplina degli abusi di mercato, sono solo alcune delle tematiche che le direttive nel loro spesso particolarissimo e lungo *iter* affrontano e si affiancano alle direttive societarie che mano a mano avranno attuazione in Italia a partire dagli anni ottanta del secolo scorso a livello di disciplina generale societaria (ma non di rado con specifica e differenziata rilevanza per le quotate) inserendo nella legislazione nuovi istituti quali la scissione e i bilanci consolidati. Ne deriva una produzione legislativa degli ultimi anni del secolo scorso davvero torrentizia, spesso scoordinata e con non pochi spazi di incoerenza.

Nel comparto dei mercati e degli investitori istituzionali, dopo dieci anni dall'introduzione dei fondi mobiliari aperti (1983), nel giro di un biennio vengono disciplinati le società di investimento a capitale variabile (SICAV) e i fondi comuni di investimento immobiliare.

A pochi mesi dalla nascita delle SIM si disciplinano l'*insider trading* e le offerte pubbliche di acquisto, vendita, sottoscrizione con l'introduzione dell'istituto dell'OPA obbligatoria, disciplina destinata a incidere profondamente sul diritto delle società, con azioni quotate, ma destinato pure a ravvivare il dibattito vecchio ormai più di settant'anni sui patti di sindacato considerati ostacolo a quel mercato del controllo e a quella tutela del valore dell'investimento dell'azionariato diffuso che si vorrebbe incentivare.

Il 1991 vede l'attuazione delle direttive comunitarie sulle fusioni e sulle scissioni e sui conti annuali, l'attuazione della seconda direttiva con la nuova disciplina dei conferimenti, degli acquisti pericolosi, degli acconti dividendi, l'ampliamento dei poteri degli amministratori per le nuove emissioni su delega assembleare.

Un ruolo importante hanno le privatizzazioni di enti economici (ENI, ENEL) e di banche e società pubbliche: privatizzazioni che sfociano in massicce offerte di titoli sul mercato e richiedono quindi un mercato che conosca istituti e discipline tipiche dei mercati avanzati. Non a caso il direttore generale del tesoro Mario Draghi presiede una Commissione di consulenza e garanzia per il processo di privatizzazione e sarà poi il coordinatore della Commissione di lavoro che porterà alla nascita del TUF.

Nel 1994 il fenomeno delle privatizzazioni, cioè della dismissione di massicce quantità di titoli di società appartenenti allo Stato o di enti preventivamente trasformati in società per azioni, riceve una organica regolamentazione con una apposita legge. Viene infatti approvata una legge sulle privatizzazioni. Una legge che introduce fondamentali innovazioni alla disciplina dei mercati finanziari e alle società privatizzate: innovazioni che saranno destinate a essere recepite nella legislazione successiva. Ci si limita a ricordare il voto di lista per la nomina del consiglio di amministrazione, l'unificazione delle partecipazioni apportate a un patto di sindacato ai fini dell'OPA obbligatoria, il limite di possesso azionario (destinato a cadere peraltro con un'eventuale OPA), il voto per corrispondenza. Certo, si introduce a fini "protezionistici" anche la *golden share* (blocco della cessione a soggetti esteri di rilevanti partecipazioni aventi valore strategico) che sarà destinata, sulla scorta dei principi comunitari, a una drastica riduzione della sua portata discrezionale. Accanto alla legge sulle privatizzazioni c'è un mercato che aumenta di spessore con i titoli di alcuni *ex* enti pubblici, che "scoprono" e praticano tecniche di collocamento (dal *book building* alla *green shoe*) non certo frequenti nella prassi italiana.

È ben comprensibile che a questo punto si senta la necessità di tirare le fila. I filoni normativi presenti nella l. n. 216/1974 si sono sviluppati, articolati, aggrovigliati, registrano nuovi affluenti, si confrontano con una realtà sempre più globale, più *market oriented*. Si vara una legge delega (l. 6 febbraio 1996, n. 52) per riordinare, fra l'altro, complessivamente la materia dei mercati finanziari e mobiliari, nonché degli intermediari e degli altri «aspetti comunque connessi». Contiene pure il provvedimento, quasi tra le pieghe, una delega per modificare (questo il termine adottato) «la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza».

Di qui doveva nascere, sotto forma appunto di decreto legislativo di attuazione della legge delega, il d.lgs. n. 58/1998 (TUF), punto di arrivo, ma anche di partenza di un complessissimo processo di costruzione di un'organica e moderna disciplina.

La storia del TUF è nota. Una commissione guidata da Mario Draghi inizia i lavori nel settembre 1997 per attuare la delega di cui si è detto e in breve tempo riesce a mettere a punto il decreto legislativo approvato nel febbraio 1998.

Un testo, quello del TUF, che offre una disciplina organica complessiva dei mercati finanziari, delle sue strutture ed istituzioni e di altri attori: fra essi la società quotata.

Senza voler ripercorrere le varie norme sulle società quotate del TUF, certo è che esse riflettono un clima nel quale domina la centralità del mercato e la convinzione che un adeguato sistema di gestione e controllo, la *corporate governance*, secondo una terminologia importata ormai da decenni, affiancato da ampia informazione e presidi per le minoranze (i tutt'altro che disarmati investitori istituzionali) possono stimolare una supervisione del sistema e un combinato operare della pressione di "voice" ed "exit", tali da consentire la più efficiente gestione della grande impresa che si rivolge al risparmio diffuso.

Basta scorrere la rubrica del titolo del testo originario del TUF dedicato agli emittenti strumenti finanziari quotati per rendersi conto di come questa linea si articola: trasparenza verso il mercato e degli assetti proprietari (compresi i patti di sindacato cui si attribuisce un limite di durata e che sotto il profilo del concerto assumono rilevanza centrale per l'OPA obbligatoria), collegio sindacale (del quale sono rafforzati i poteri e per il quale è prevista l'elezione per lista con la riserva di almeno un sindaco alla minoranza), tutela della minoranza (con l'introduzione della sollecitazione per raccolta delle deleghe, di rafforzati poteri per la convocazione degli organi sociali, la denuncia al collegio sindacale e al Tribunale, l'azione sociale di responsabilità).

Particolare rilevanza nella prassi sarà destinata ad avere l'introduzione della cosiddetta minoranza di blocco (*quorum* di due terzi del capitale partecipante) nelle assemblee straordinarie (clamorosa fu la bocciatura nel febbraio 2001 della fusione Montedison-Falck).

Il significato del TUF per la disciplina delle società quotate ovviamente non prescinde da tutto il contesto del provvedimento, nel quale spicca la nuova disciplina dell'offerta pubblica obbligatoria al raggiungimento del 30% con la regolamentazione delle misure difensive (che la vicenda Olivetti-Telecom doveva mettere alla prova), delle esenzioni, dell'azione di concerto.

In un clima di forte fiducia sul ruolo del mercato in ordine alla più efficiente gestione degli emittenti quotati, in un clima in cui le strutture del mercato borsistico perdono le connotazioni pubblicistiche per divenire strutture gestite nella forma dell'impresa privata, ancorché a vigilanza pubblica, era del tutto naturale che anche in Italia si guardasse all'opportunità di codici volontari di comportamento e autodisciplina degli emittenti quotati, sull'esempio di una prassi di matrice anglosassone (il capostipite è il Codice inglese del 1992) ormai diffusa all'estero. Fu così che Borsa Italia S.p.A. con il concorso di rappresentanti degli emittenti e di giuristi costituì il Comitato per la *corporate governance* delle società quotate che varò nel 1999 un Codice di autodisciplina affidato alla volontaria adozione.

In questo ambito si affermano terminologie e figure nuove per l'ambiente italiano: gli amministratori indipendenti, i comitati consiliari (per il controllo interno, le remunerazioni, le nomine). Si formulano principi di *governance* articolati che integrano gli ampi spazi che la disciplina legale degli organi sociali affida all'autonomia privata. Con il Codice di autodisciplina inizia un'altra vicenda (o, qualcun potrebbe chiedersi, si verifica un ritorno all'origine?) delle fonti di un settore del diritto commerciale. Le prassi che si vanno formando in adesione al Codice di autodisciplina in qualche misura saranno spesso destinate a essere recepite nella normativa, con un processo che ricorda la codificazione delle consuetudini. Il caso classico è quello degli amministratori indipendenti la cui presenza, dapprima "raccomandata" in sede di autodisciplina, diviene poi obbligatoria con la l. 28 dicembre 2005, n. 262 (legge per la tutela del risparmio).

All'indomani del varo del TUF ci si rese peraltro conto della necessità di una revisione generale del diritto societario, vuoi per saggiarne la competitività e appetibilità in un mercato ormai sovranazionale, vuoi per evitare che il passaggio dalla società chiusa alla società che si rivolge ad un mercato diventasse proibitivo, irrigidendo così il panorama dei protagonisti della vita economica.

L'*iter* della riforma prende le mosse di una legge delega (l. 3 ottobre 2001, n. 366) modellata senza grandi differenze su risultati di una commissione di studio istituita sotto il precedente Governo, pur di diversa composizione politica.

La legge delega sfocia in due decreti legislativi: uno dedicato (ma con scarsa fortuna) ai profili processuali: d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; l'altro al diritto materiale: d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6. La riforma entrò in vigore nel 2004. Si seguì la tecnica della inserzione delle novità nel codice civile e, per quanto di competenza, nel TUF.

La illustrazione del contenuto della riforma conduce ovviamente alla trattazione che sarà svolta nelle varie parti di questo lavoro. Sia consentito osservare come la riforma volle rappresentare il punto più avanzato, nonostante la numerosità delle norme in cui si articola, della grande ondata di fiducia nei mercati e nella capacità del sistema di scegliersi, solo se gli fosse stato consentito, la struttura societaria più adatta alle proprie esigenze. Le norme e i vari tipi di società sono idealmente allineati lungo un *continuum* che ha i suoi estremi nella s.r.l., da un lato, e nella società quotata, dall'altro, e lungo questo stesso asse le norme sono, per così dire, in un crescendo di imperatività che tocca (ma relativamente, perché la concezione di fondo è complessivamente molto liberista) con le società quotate il massimo, stante la esigenza di tutela di interessi generali.

L'esigenza di favorire una concorrenza tra ordinamenti ha portato ad includere nel sistema nuovi istituti quali i sistemi alternativi di gestione e controllo (ma il sistema dualistico non era estraneo, basta scorrere Vivante, alle proposte di riforma dei nostri vecchi), i patrimoni separati, gli strumenti finanziari. La nuova disciplina della s.r.l. abbandonava una disciplina modellata su quella della "sorella

maggior" società per azioni. Ciò avrebbe dovuto contribuire a ricondurre la società per azioni, come alle origini, in una zona complessivamente più contigua ai mercati mobiliari, nel perimetro sostanzialmente della grande impresa.

In effetti la società per azioni, pur con gli ampi spazi di autonomia privata, ma anche le profonde innovazioni portate dalla riforma del 2003 (dall'introduzione di una disciplina dei gruppi, alla grande libertà di determinare il contenuto delle azioni, dal rafforzamento del recesso, all'ampliamento del ruolo dell'organo amministrativo), si afferma negli anni successivi come forma adatta alla grande impresa.

Dal punto di vista numerico appare significativo che (dati ufficiali tratti dai registri delle imprese) il numero delle società per azioni sia passato dal dicembre 2006 al dicembre 2021 da 60.631 a 35.281, pressoché dimezzandosi, mentre le società a responsabilità limitata sono passate da 1.129.003 a 1.775.216, in un contesto che vede poi nettamente diminuite le società di persone commerciali.

Con il 2003 il legislatore italiano peraltro ammette anche per la società per azioni la costituzione per atto unilaterale da parte di un unico socio con ciò allineandosi a una scelta già compiuta, sempre in adesione a una facoltà prevista da una direttiva comunitaria, per le s.r.l.

È sempre la riforma del 2003 che vara una, seppur limitata, disciplina del gruppo: un settore, questo, sul quale l'Unione Europea non è riuscita a intervenire date le radicali divergenze fra vari Stati membri. La riforma italiana legittima la società titolare del controllo ad assumere la direzione e il coordinamento delle società controllate nei limiti di una corretta gestione, salvo la necessità di attribuire compensazioni per le società del gruppo che abbuiano subito pregiudizi e salvo ovviamente, ricorrendone i presupposti, la responsabilità del socio di controllo per i danni arrecati al patrimonio e ai creditori delle controllate.

Un'innovazione, quella della disciplina del gruppo, che risulterà molto preziosa quando si affronterà in termini moderni il tema della disciplina della crisi.

Con il varo della riforma societaria del 2003 e il TUF non si assiste ad un assetto, almeno provvisoriamente definitivo, del sistema normativo della società per azioni e dei mercati finanziari.

Il TUF, punto di arrivo unificante di una torrentizia e disarticolata produzione legislativa, ben presto diventa, a sua volta, punto di partenza per un nuovo non meno significativo processo di arricchimento normativo, non scevro da intrecci e sovrapposizioni. Seguire uno a uno questi ulteriori arricchimenti – che, a loro volta, postulano aggiornamenti alla normativa secondaria varata in applicazione del TUF – è impresa ardua.

Un momento fondamentale, che si concretizza dal punto di vista formale in larga misura in modifiche al TUF, è rappresentato dalla l. 18 aprile 2005, n. 62, che, in attuazione ancora una volta da una direttiva comunitaria, rivede e inasprisce la disciplina dell'*insider trading* e della manipolazione del mercato con largo

spazio alla sanzione penale, notevolmente ridimensionata invece dalla riforma 2003 del diritto comune delle società proprio per i reati societari “di base” (a partire dal falso in bilancio).

Il secondo momento è rappresentato dalla già evocata “legge sul risparmio” (a sua volta successivamente emendata).

Ad appena due anni dalla riforma del diritto societario comune ed a meno di dieci anni dal varo del TUF, con la legge sul risparmio si reagisce con un provvedimento composito agli scandali Cirio e Parmalat.

La legge sul risparmio è complessa e opera in più direzioni.

Sotto il profilo del diritto societario si introduce, ritornando alla soluzione accolta per le società privatizzate, il voto di lista anche per la nomina del consiglio di amministrazione, voto di lista che il TUF aveva introdotto solo per l’organo di controllo. È sancita la obbligatorietà della nomina di amministratori indipendenti (almeno uno) per i consigli con più di sette componenti. Si rafforzano i poteri delle minoranze, si introduce la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, si irrobustisce la disciplina sulla *disclosure* dei compensi. I poteri della Consob essi pure sono rafforzati.

La legge sul risparmio cerca un equilibrio tra irrobustimento delle minoranze, da un lato, e dei controlli esterni, dall’altro.

La cosiddetta direttiva comunitaria *shareholders rights*, attuata in Italia nel 2010, si muove decisamente nella prima direzione, lungo la via dell’incentivazione degli azionisti alla autotutela. Significativo, in questa direzione, è il varo da parte della Consob del Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate del 12 marzo 2010, in esecuzione (tormentata e contrastata) dell’art. 2391-*bis* c.c., il quale, a sua volta, dopo la riforma, era già stato novellato nel 2004 e, da ultimo, dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 per recepire le novità della direttiva *shareholders rights II*.

Ciascuna società deve dotarsi di un proprio regolamento, rispettoso di quello quadro della Consob, al fine di evitare quella che già si è definita “estrazione di benefici privati”, a danno della società e dei soci, in operazioni che vedono partecipi soggetti (soci, ma anche membri degli organi sociali) qualificati come correlati, che si trovino in posizione conflittuale di rilevanza tale da rendere verosimile un “potere” di incidere sulle scelte della società. Il parere degli amministratori indipendenti è il baluardo verso queste operazioni conflittuali. Anche la disciplina delle parti correlate adottata dalla Consob è soggetta a frequenti aggiornamenti (l’ultimo risale al dicembre 2021).

La normativa sulla cosiddetta responsabilità penale dell’impresa (d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231), nata in una prospettiva del tutto diversa dalle problematiche tecniche delle società quotate e dei mercati finanziari, finisce peraltro a incidervi nel momento in cui richiede (al fine di prevenire reati cui partecipino esponenti aziendali e la stessa società) apparati e procedure di controllo che vanno ad af-

fiancarsi (o sovrapporsi) al complesso sistema di controllo delle società quotate.

Così, in tema di controllo delle società quotate, si rischia di creare meccanismi spesso elefantiaci (funzione aziendale di controllo interno nei suoi vari livelli, funzione di *compliance*, comitati consiglieri di controllo e rischi, collegio sindacale, revisori, organismo di vigilanza, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e relative specifiche procedure) che rischiano di generare inefficienze ed incertezze. Il disagio è spesso forte, come forte è il disagio per un'informazione oltretutto complessa, che rischia, in una esasperante ansia di completezza analitica, di far trascurare gli "insiemi fondamentali". Si sente il bisogno di trovare e ricomporre le fila di questi labirinti oggi come alla vigilia del TUF.

È sempre sulla scia della normativa comunitaria che nel 2019 è stata introdotta la disciplina della c.d. politica di impegno (*engagement*) di investitori istituzionali e gestori di risparmio, vale a dire la legittimazione a, ma anche l'obbligo di, monitorare le società in cui tali soggetti investono anche con contatti diretti con gli amministratori e non solo in sede assembleare. Il monitoraggio può/deve riguardare «questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario» (art. 124-*quinquies*, comma 1, TUF). I soggetti che attivano l'*engagement* sono, a loro volta, tenuti ad obblighi informativi sulle loro attività nei confronti del mercato e così della clientela.

L'*engagement* apre, come si dirà, una frontiera molto delicata in ordine al rispetto della disciplina circa la *disclosure* delle informazioni privilegiate ed in genere sui rapporti tra investitori e società partecipate. Anche in questa materia si assiste alla emanazione di Codici volontari di comportamento (*stewardship codes*) che dovranno peraltro trovare un coordinamento con i codici di *corporate governance* delle società partecipate.

Recente è, infine, l'obbligo posto, a partire dall'esercizio sociale 2017, a carico di società di particolari dimensioni, sempre in adempimento di una direttiva comunitaria, di redigere una relazione a carattere non finanziario relativa all'attività dell'impresa rispetto a questioni ambientali, sociali, di tutela dei diritti fondamentali, di lotta alla corruzione, di promovimento della parità di genere. Nel dicembre 2022 viene varata una nuova, più articolata e complessa, direttiva sulla relazione non finanziaria, denominata, secondo la più aggiornata terminologia, correntemente come "relazione di sostenibilità".

Direttive europee incidono sull'uso di *internet* e ripetutamente sulla disciplina delle fusioni, scissioni, trasformazioni transfrontaliere e sulla istituzione di sedi secondarie di società estere. Misure tutte, queste ultime, evidentemente funzionali all'affermazione del mercato unico europeo.

Il cammino è tuttavia in pieno corso ed ha determinato con il recepimento delle direttive europee nell'ordinamento italiano una rilevante esondazione dal perimetro originario del TUF, ma anche variazioni a livello della disciplina codicisti-

ca. La normativa generale codicistica in materia di società per azioni è stata toccata anche in parte dalla disciplina emergenziale conseguente alla recente pandemia, mentre si è pure assistito alla emanazione di leggi speciali. Sia consentito ricordare, anche se estranea alla materia delle società quotate, la legge speciale sulle società a partecipazione pubblica (2016) ovvero quella, essa sì rilevante, anche rispetto a società quotate, sulle c.d. società *benefit*, vale a dire di società che possono assumere nell'oggetto sociale anche attività di tipo altruistico e sociale, introdotte con le norme contenute nella legge finanziaria del dicembre 2015, e così non in un provvedimento speciale in materia.

Il processo normativo condotto su plurimi binari, con diversi strumenti, metodologie e finalità, ha peraltro condotto a creare spesso sovrapposizioni e complessità controproducenti.

Gli interventi del legislatore europeo nella disciplina societaria e dei mercati finanziari sono stati, si è visto, numerosi. Anche se non mancano norme europee di diretta applicazione all'interno degli Stati membri, per lo più in materia societaria si tratta di direttive che poi gli Stati membri devono recepire nel proprio ordinamento interno. Ne risulta che in materia di società per azioni, anche se quotate, gli Stati membri presentano discipline con uno "zoccolo comune" (quanto le direttive comunitarie chiedono di unificare), ma in larga parte differenziate. La pluralità di ordinamenti nazionali tra loro spesso anche notevolmente differenti nonostante l'esistenza di punti comuni scatena spesso una concorrenza tra ordinamenti stessi al fine di attrarre imprese a porre la sede o a quotarsi nel proprio paese. Di qui certamente una delle cause del ritardo dell'affermarsi anche in tema di circolazione di capitali di un mercato veramente unico.

L'Unione Europea sembra negli ultimi tempi voler accelerare il processo di costruzione di un compiuto mercato unico dei capitali. È del dicembre 2022 il varo di un pacchetto di provvedimenti e proposte che vanno in questa direzione, affrontando, tra l'altro, il tema delle azioni a voto multiplo, della tutela di genere, della semplificazione per addivenire ad una quotazione, dell'armonizzazione della disciplina della insolvenza.

In questo quadro va menzionato il tentativo dell'Unione Europea di istituire dei tipi di società a carattere sovranazionale, retti cioè da una disciplina che supera quella dei vari Paesi con la conseguente possibilità di muoversi, operare liberamente in tutta l'Unione Europea. Si tratta della società europea (operativa dal 2004) e della società cooperativa europea (operativa dal 2006), oggetto entrambe di appositi regolamenti comunitari. La società europea può costituirsi in presenza di particolari situazioni quali, tra l'altro, la fusione di società operanti in due o più Stati membri, la trasformazione di una società che controlli da un certo periodo altra società disciplinata da una legge di un diverso Stato comunitario. In particolare, alla società europea si può ricorrere per costituire una *holding* che sottopone a disciplina unitaria società operanti in diversi ordinamenti europei.

Nonostante l'interesse e l'utilità che a leggere i testi normativi presenta la società europea, questa ha avuto un successo molto limitato. Una delle cause di ciò è rappresentata dal fatto che, mancando una disciplina societaria completa uniforme, necessariamente gli statuti della società europea continuano ad attingere alla normativa di singoli Stati membri. A ciò si aggiungono questioni più rilevanti che investono scelte di politica legislativa quali la necessità per la società europea di istituire forme di coinvolgimento dei lavoratori, coinvolgimento rispetto al quale molti Stati membri sono tuttora contrari od impreparati.

## **2. Le componenti e i formanti della disciplina.**

La regolamentazione del mercato finanziario, del mercato in cui si scambiano azioni ed altri strumenti finanziari (si pensi alle obbligazioni nella loro ampia varietà tipologica, e così via), si compone di norme di più svariata natura, in corrispondenza alle diverse fonti da cui le norme emanano.

Accanto a norme primarie (le leggi e ovviamente i decreti legge e legislativi) e secondarie (di regola norme regolamentari emanate da Autorità e da amministrazioni) le Autorità di Vigilanza esprimono provvedimenti *ad hoc*, relativi cioè a singoli casi, aventi contenuto tra loro diversi che possono andare dal divieto, all'autorizzazione con oneri, alla diffusione di dati informativi, a preclusioni di attività e così via. Ma c'è di più. In questa materia, e non solo, si è andata affermando una vasta zona di norme che vengono raggruppate sotto la categoria di *soft law*. Si parla a quest'ultimo proposito, più che di norme assistite da una sanzione di regola affidata allo Stato, di numerose norme che consistono, piuttosto, in raccomandazioni, in principi di organizzazione e comportamento di fatto diffusi nella pratica, che vengono ritenuti supporti di efficienza e trasparenza sia dai mercati stessi sia dalle Autorità di settore che fanno spesso di questi principi banco di prova per una successiva loro inclusione nella normativa *hard*, cioè obbligatoria. È quest'ultimo, si è già ricordato, il caso degli amministratori indipendenti, nati nel Codice di autodisciplina o *corporate governance*, che dir si voglia, ed approdati come componente irrinunciabile della legislazione sulle società quotate.

La *soft law*, a sua volta, ha varie gradazioni al suo interno in relazione al modo di *enforcement*. Ha una relativa coattività che può andare dalla disapprovazione reputazionale all'esclusione temporanea da attività o dal mercato, all'onere di offrire convincenti termini per mettersi in regola e così via. E così alla *soft law* non sfuggono anche le Autorità di Vigilanza che amano parlare (o delle quali si è soliti parlare) anche come ispiratrici di *moral suasion*, oltre, e prima, che di provvedimenti formali.

Una forma, in definitiva, di *soft law* è rappresentata dalla tecnica delle "*guidelines*" sempre più di frequente adottate da Autorità europee (per esempio dall'EBA ed ESMA, le Autorità europee competenti nel settore bancario e del mer-

cato dei capitali). Le *guidelines* interpretano l'applicazione di norme primarie aventi carattere di portata generale (si pensi alle disposizioni sui requisiti degli esponenti aziendali, amministratori compresi) che naturalmente lasciano spazio in concreto ad applicazioni che tengano conto di fatti concreti specifici. Altra forma di *soft law*, a ben vedere, è quella che si concretizza in ipotetiche serie di domande e risposte (Q&A) di fronte ad ipotetici casi di specie che la fonte della *soft law* appresta; domande e risposte che, rispetto a norme in senso proprio o stretto, possono qualificarsi come “consigli” della soluzione più ragionevole e quindi costituiscono esse stesse già *soft law*. La forma classica di *soft law* nella nostra materia è rappresentata (a partire dal codice inglese risalente al 1992, il c.d., dal suo ispiratore, Cadbury Code che ha costituito il metodo di un centinaio, più o meno, di codici nei più vari Paesi) dal Codice di comportamento per una corretta *governance* delle società quotate.

L'Italia ha adottato, come già si è detto, un Codice di comportamento nel 1999. Il Codice è stato più volte aggiornato. È opera di iniziativa privata: lo promuove e redige un Comitato composto da esponenti della borsa, delle maggiori imprese, delle associazioni di imprenditori bancari, delle imprese di assicurazione, delle società per azioni, da Confindustria, dall'Associazione delle società di gestione del risparmio. Il Comitato è assistito da esperti e da una segreteria tecnica.

Non è questa la sede per soffermarsi sul contenuto del Codice, che nella settima edizione del 2020 opportunamente adotta il criterio del “successo sostenibile” come obiettivo degli amministratori e accentua il criterio di proporzionalità, cioè approcci e regole differenziate a seconda di certe caratteristiche dell'impresa. Con il che si conferma la flessibilità della *soft law*, il suo carattere sperimentale, la capacità di seguire le rapide evoluzioni del mercato.

La *soft law* del Codice di comportamento, fermo il proposito di non anticipare qui contenuti e strutture, integra in molti punti la troppo sintetica disciplina sia del codice civile sia del TUF: ad esempio nel delineare i compiti dei membri del consiglio di amministrazione e del consiglio nel suo insieme, anche riguardo alle controllate, ovvero laddove specifica i requisiti essenziali dell'indipendenza dei consiglieri, in modo molto più analitico e puntuale di quanto non faccia il TUF, ovvero ancora nel raccomandare il metodo di lavoro del consiglio di amministrazione articolato attraverso comitati senza deleghe decisionali, ma con forti compiti di approfondimento, istruttoria e proposta.

Il Codice di *corporate governance* soprattutto scopre gli *interna corporis* dell'impresa e così si occupa del sistema di controlli che non si esaurisce con l'organo di vertice (il collegio sindacale nel sistema tradizionale), ma è composto da un reticolo di funzioni tra loro collegate.

Emerge allora anche il tema della retribuzione dei vertici aziendali, tema pur esso ben presto passato dalla autodisciplina alle direttive comunitarie quindi al diritto interno.

I Codici di comportamento – e quello italiano si allinea – si basano, è questa appunto una delle caratteristiche essenziali della *soft law*, sul principio “*comply or explain*”: ci si adegui o si dia conto motivatamente della mancata adesione in tutto o in parte.

In base anche qui ad una direttiva comunitaria le società quotate sono tenute a redigere una relazione annuale sul governo societario nella quale la società deve informare sulla adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario «motivando le ragioni dell’eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari» (art. 123-*bis*, comma 2, lett. a), TUF). Il Codice di comportamento cui la società aderisce deve essere conoscibile dai soci e dal pubblico in genere. Si assiste così, in sostanza, ad un rafforzamento della *soft law*, nel senso che la diffusione dei contenuti e la relativa informazione sulla loro osservanza possono, addirittura, se non corretti, condurre a false comunicazioni di rilevanza non solo civilistica.

Come fonte di conoscenza o, meglio, per usare una espressione più tecnica, come “formante” del complesso reticolo della disciplina societaria vivente della grande impresa e delle sue eventuali patologie, occupa (dovrebbe occupare) uno spazio significativo la giurisprudenza; una giurisprudenza, tuttavia, quella italiana, si ha l’impressione, più esigua di quanto la materia può far pensare; e ciò vuoi per l’effetto dei noti tempi lunghi della giustizia italiana, vuoi infine per lo spazio acquisito dal ricorso all’arbitrato al quale specie in controversie con parti estere è preferito il ricorso anche in sedi non nazionali (Corte Internazionale dell’Arbitrato di Parigi). In verità, la istituzione di sezioni specializzate in materia di impresa, la cui competenza viene interpretata in senso estensivo, ha segnato un certo recupero ed un affinamento qualitativo della giurisprudenza societaria che, comunque, da un lato, tende a concentrarsi spesso sui provvedimenti d’urgenza e, dall’altro lato, attiene molto spesso (come è del resto naturale) ai profili di responsabilità in sede fallimentare, ma soprattutto riguarda la sfera delle piccole-medie imprese che di regola sono costituite in forma di società a responsabilità limitata.

Merita altresì un cenno, e si tratta di tematiche relative alla materia societaria in generale e non certo solo alle società quotate, alle “massime” in materia societaria elaborate in varie sedi dai notai.

Il fenomeno risale alla riforma del 2000 quando il controllo di legalità sugli atti costitutivi e sugli statuti delle società di capitali passa dal giudice al notaio. In tale occasione, continuando una lunga e consolidata tradizione di orientamenti e massime resi noti (a partire dal 1972) dalla sezione societaria del Tribunale di Milano, allora preposta al controllo della legalità, i notai in molti luoghi assunsero il compito di rendere noti gli orientamenti seguiti nell’esercizio del controllo di legalità o meglio, forse, il compito di formulare casistiche ed orientamenti seguiti nell’esercizio del controllo di legalità. Più in generale, i notai, riprendendo in fon-

do la antichissima tradizione dei “*responsa*” dei giuristi, si sono assunti volontariamente, al di fuori, cioè, di qualsiasi “delega” normativa, il compito di formulare casistiche che la prassi presentava o avrebbe potuto presentare, individuando e orientamenti che avrebbero seguito in genere riguardo a clausole o ad operazioni (aspetti di operazioni) sulle quali non si erano formati indirizzi interpretativi univoci, stabili, o sulle quali addirittura non si erano formati indirizzi, dato il carattere fortemente innovativo della fattispecie considerata.

Alcune di queste massime notarili vennero trasfuse nella riforma del diritto societario, quale ad esempio, quella dei notai milanesi risalente al 2001 che legittimava le riunioni assembleari a distanza con collegamento audio/video. Ed ancora ha avuto un impatto sistematico e pratico enorme la massima notarile risalente al 2004, laddove si sancisce la legittimità, in sede di aumento di capitale a pagamento di una società per azioni con azioni prive di indicazione del valore nominale, della emissione di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla parità contabile delle azioni esistenti al momento della deliberazione dell’aumento di capitale, fermo restando che l’ammontare dei nuovi conferimenti deve essere complessivamente pari o superiore all’ammontare dell’aumento di capitale sociale. Un principio, quello affermato all’indomani della riforma, che ha avuto una portata decisiva nella crisi economica degli anni seguenti: un vero e proprio *driver* con una valenza, direbbero gli economisti, anche macrosistemica.

Una massima, quella da ultimo ricordata, fortemente contestata da una parte della dottrina, ma che tuttavia si è imposta nella prassi e non ha trovato ostacoli nella giurisprudenza. Una massima ben presto accolta con estremo favore dall’Autorità preposta alla tutela del mercato finanziario.

### **3. I problemi dell’oggi e del futuro.**

Una moderna trattazione sulle società per azioni che ha voluto, seppur sinteticamente, collocare storicamente la vigente disciplina non può sottrarsi dal chiedersi quali sono oggi aspetti e problemi con i quali la grande impresa societaria si confronta. Il che equivale a chiedersi quali potrebbero essere i prossimi interventi di riforma.

In linea preliminare, il futuro dipende in larga parte dalla collocazione nell’Unione Europea.

Le direttive europee varate in materia societaria sono molte. Si attende il completamento della Capital Markets Union che potrebbe portare a norme uniformi (sotto molti profili, ed in particolare quello di evitare concorrenza tra ordinamenti giuridici, auspicabili) e addirittura ad armonizzazioni al livello di *enforcement* giudiziario.

Il problema che oggi domina il dibattito sul futuro della società per azioni ri-

guarda la funzione stessa, il ruolo, gli obiettivi della grande impresa. Naturalmente, tutto ciò interessa il giurista perché, a seconda delle visioni prescelte dal legislatore, derivano diverse regolamentazioni, più o meno distanti da quelle in essere.

In particolare, ci si chiede oggi se lo scopo della società per azioni consista veramente (come peraltro indica la causa che il codice attribuisce al contratto di società: art. 2247 c.c.) nella massimizzazione del profitto, nella ricerca cioè della più ampia soddisfazione dei propri soci. Si osserva come la grande impresa (a volte con un reddito addirittura superiore al PIL di certi Stati) entra in contatto con territori, ambienti, consumatori, lavoratori, incidendo notevolmente con la propria attività su tutti questi terreni, sulla società civile, in genere. Riaffiora così il tema della c.d. responsabilità sociale dell'impresa e l'interrogativo se l'impresa non debba darsi carico anche degli interessi degli *stakeholders*, dei soggetti coinvolti nella propria attività e del territorio, dell'ambiente e non solo del profitto dei soci.

Questo complesso di interessi viene sintetizzato nella formula ESG (*environmental* (fattori ambientali)/*social* (aspetti sociali)/*governance* (sistema di governo dell'impresa che sappia tener conto anche di tutto ciò)).

L'ESG dovrebbe, cioè, in questa visione costituire con la finalità di lucro una causa "composita" della società, dell'impresa in genere. Ed è ovvio che l'ESG, proprio per il suo contenuto, avrà peso crescente in funzione delle dimensioni e delle caratteristiche dell'impresa.

Naturalmente, questa prospettiva implica delicate problematiche anche nella pratica del diritto. Il nostro sistema conosce già una forma di società c.d. *benefit* che è legittimata a certe condizioni a perseguire con lo scopo di lucro anche scopi sociali. L'obiettivo ESG è riservato a queste società o a tutte? Occorrono nuove norme? Si possono interpretare le norme societarie vigenti per assicurarne il rispetto? Può oggi configurarsi una responsabilità degli amministratori rispetto a danni che questa o quella cerchia di *stakeholders* può subire: si pensi agli abitanti di una zona pregiudicata dall'uscita dal suo territorio di una fabbrica dell'azienda che impiegava molti dipendenti? La casistica potrebbe a lungo continuare.

Grande dibattito ed aspettative di una forte evoluzione della tendenza ESG suscita la proposta europea, in discussione, di una direttiva che imponga a grandi imprese operanti sul mercato comune europeo di monitorare l'impatto che le imprese tutte della loro filiera producono o possono produrre sui diritti umani e sull'ambiente. Il tutto sotto la vigilanza di autorità indipendenti e con adeguato apparato di reazioni preventive e sanzionatorie, ove occorra (la direttiva è nota come *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*).

Certamente la disciplina societaria dovrà fare (ma già lo sta facendo) i conti con la transizione digitale, con la dimensione tecnologica nel suo complesso. E ciò sia riguardo all'organizzazione degli assetti (quale ruolo, ad esempio, gli amministratori possono affidare all'intelligenza artificiale), dei flussi informativi nella società, sia per le operazioni con i terzi strumentali all'esercizio dell'impresa,

sia, infine, per le stesse negoziazioni che riguardano i titoli (pure essi dematerializzati) della società stessa per il suo finanziamento.

Un terzo ordine di problematiche attiene al radicale mutamento di quell'azionariato diffuso che tradizionalmente connotava (in maggior o minor misura) le società quotate (non a caso definite *public companies* nel mondo anglosassone). L'azionariato è oggi rappresentato per lo più da investitori istituzionali (da soggetti, cioè, che partecipano al fine di ottenere rendite finanziarie senza scopo di coordinare l'attività imprenditoriale) e di gestori di risparmio altrui (fondi di investimento), soggetti, a loro volta, circondati e assistiti da società di servizi, talvolta specializzate nel far da rappresentanti nelle assemblee delle società in cui si è investito e nel formulare consigli di voto agli azionisti.

Non vi è chi non veda come questa metamorfosi incida sulla visione tradizionale dell'assemblea societaria, sempre più lontana dell'unità tempo-spazio-luogo che la caratterizzava e di cui la disciplina tiene ancora non poco conto. Il nuovo azionariato (le forme attuali di aggregazione dell'azionariato in molte delle più grandi società), già si è visto, sono legittimate ora a chiedere un confronto continuo, quindi non in sede assembleare, con il consiglio di amministrazione (il c.d. *engagement*).

La scarsa regolamentazione del fenomeno (riservato alle società quotate nei mercati regolamentati) pone delicatissimi problemi di riservatezza e simmetria delle informazioni con cui gli investitori e gli amministratori, ma probabilmente ancor prima le loro associazioni di categoria e lo stesso legislatore specie europeo, dovranno confrontarsi.

Le complesse tematiche che la realtà della grande società per azioni presenta investono in prima linea gli amministratori, ai quali si richiede crescente impegno, autonomia, capacità di visione, solida preparazione, convivenza di diversificazioni (dal genere alle competenze).

Il ruolo della grande impresa quotata nell'economia e nella società, ancora una volta, la sua innegabile responsabilità sociale, inducono i legislatori dei paesi più avanzati ad occuparsi della crisi dell'impresa in una prospettiva radicalmente diversa da quella tradizionale.

Non si tratta più di attuare regole per la miglior uscita dell'impresa dal mercato, per la liquidazione nel miglior interesse e a parità di condizioni per i creditori. Lo scopo del legislatore è oggi quello di prevenire lo stato di crisi e di intervenire, ove la crisi si manifesti, con misure dirette a salvare nel modo più ampio possibile il nucleo produttivo (o almeno suoi rami) e così l'attività di impresa. Lungo questa linea si muove anche il legislatore italiano con il recente Codice della crisi entrato in vigore nel luglio 2022.

La fase della prevenzione, ma anche della "cura" della crisi comporta plurimi e vistosi spostamenti dalla ordinaria disciplina societaria, tra l'altro con la concentrazione in capo agli amministratori anche di competenze nella gestione fisiologi-

ca della società comunque oscurando o passando in seconda linea, come avviene già per le crisi bancarie, il ruolo dei soci.

Ve ne è abbastanza per rendersi conto di come il diritto societario delle grandi imprese in forma societaria sia in continua evoluzione. E anche se talvolta la regolamentazione, la norma, non subisce (in apparenza) modifiche, il mutare della realtà sottostante la società e dei mercati in cui opera spingono verso evoluzioni interpretative.

Il dinamismo della regolamentazione si rivela poi nell'ambito della sfera di disciplina rappresentata dagli interventi della Autorità di controllo: interventi che, per loro natura, si sottraggono allo schema tipico della preesistenza a livello normativo della fattispecie e della sua applicazione al caso concreto, risolvendosi più spesso in provvedimenti su casi specifici difficilmente sempre riconducibili a fattispecie rigidamente tipizzate.

Continua, e con la crisi dovuta alla pandemia si è accresciuto, il problema di facilitare il ricorso al capitale di rischio sia da parte di grandi imprese sia da parte di medie imprese mature per affrontare appunto il mercato del capitale di rischio.

La disciplina vigente continua a riservare la normativa per le società che fanno ricorso al mercato dei capitali alle società quotate sul c.d. mercato regolamentato, vale a dire in un mercato telematico che consente incontro di domande ed offerte gestito da una società per azioni su autorizzazione e controllo della Consob. Questo mercato non è particolarmente attrattivo per i costi e la complessità regolamentare per quel che riguarda, in particolare, l'accesso allo stesso.

Di qui uno stillicidio di abbandoni ogni anno (almeno più di una decina con un saldo netto negativo negli ultimi dieci anni di circa 70 unità) sotto forma sia di abbandono della quotazione sia di trasferimento ad altri mercati esteri.

Accanto al mercato regolamentato (spesso si parla di mercato ufficiale e di borsa) si sono andati affermando altri sistemi multilaterali di negoziazione disciplinati dalla società che gestisce il mercato regolamentato e retti da un regolamento adottato da tale società. Successo ha avuto, in particolare, il mercato già denominato AIM Italia, ora *Euronext Growth Milan*, cui accedono medie imprese che si rivolgono per la prima volta al mercato dei capitali. Gli ultimi dati contano circa 180 quotazioni su tale mercato, ma ben poche sono le società che sono poi passate al mercato regolamentato.

Il nostro sistema ha introdotto una parziale equiparazione tra mercato regolamentato e sistemi multilaterali di negoziazione nella disciplina del diritto di opzione (art. 2441 c.c.). È auspicio generale che questa equiparazione si estenda ulteriormente. Così come è auspicio generale che l'Italia eviti recepimenti delle direttive e dei regolamenti europei, specie in tema di informativa per le società quotate, in senso più severo della soluzione prevista dai testi europei.

Permane, tra le società che fanno ricorso al mercato dei capitali, la categoria di società che tali sono qualificate, pur non essendo quotate in alcun mercato. Si trat-

ta di società ad azionariato diffuso con almeno 500 soci e con caratteristiche previste dalla Consob stessa; società che si trovano in posizione anfibia con parziale applicazione della disciplina prevista per le società quotate.

Anche sotto questo profilo si auspica una razionalizzazione della normativa in essere.

## Capitolo II

# ***Fonti, sistema di vigilanza, soggetti***

*Marco Ventoruzzo*

### ***1. Le fonti della disciplina: un sistema multi-livello complesso.***

Come sottolineato nella prospettiva storica ed evolutiva del capitolo che precede, e come spesso accade ai settori più dinamici, il sistema delle fonti del diritto dei mercati finanziari in generale, e di quello applicabile alle società quotate in particolare, è divenuto sempre più articolato e complesso negli ultimi trent'anni. La prima caratteristica che salta all'occhio e che si è acuita nel tempo è quella della sua natura "multi-livello" per effetto, soprattutto, dell'integrazione europea, che impone di coordinare fonti UE sovranazionali e regole nazionali. Una seconda caratteristica è la coesistenza di fonti di rango diverso, con una crescente rilevanza di norme di grado "inferiore" rispetto alla legge (fonte primaria) quali i regolamenti Consob, ma anche di natura autodisciplinare, come il Codice di Corporate Governance, che gli emittenti possono decidere di applicare o meno secondo il principio del "*comply or explain*", essendo tuttavia imposto dalla legge (art. 123-bis TUF) di dichiarare se e come viene adottato. Il tasso di adesione a questo documento è tuttavia parecchio elevato, anche per ragioni reputazionali e, quindi, la sua importanza pratica è notevole. Un ulteriore aspetto riguarda la dimensione, in certo senso, "pluri-ordinamentale" del diritto applicabile alle società quotate, in quanto gli intermediari finanziari (banche, imprese di investimento, compagnie di assicurazione, che in Italia come in altri paesi costituiscono un fetta rilevante del listino) sono anche soggetti alle regole settoriali della Banca d'Italia, della BCE e dell'IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni), che talvolta si sommano, altre si sovrappongono o derogano a quelle applicabili alla generalità degli emittenti; e si pensi soprattutto alla *corporate governance*.

Procedendo tuttavia con ordine, al vertice del sistema delle fonti vi è, naturalmente, la Costituzione italiana che, nell'ambito delle norme sui rapporti economici, contiene alcuni riferimenti – pur programmatici e naturalmente rivolti innanzitutto al Legislatore – alle nostre materie: oltre all'art. 41, norma centrale sull'ini-

ziativa economica che ben esprime, nei suoi tre commi, le tre principali componenti e spinte ideali dell'Assemblea Costituente, l'art. 47, che prevede come la Repubblica incoraggi e tuteli il risparmio e disciplini l'esercizio del credito, oltre a favorire il «diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del paese». La Costituzione è però fondamentale anche per sancire, come ripetutamente statuito dalla Corte Costituzionale, la preminenza del diritto UE, sulla scorta dell'art. 11 che afferma come l'Italia consenta, in condizioni di parità, alle limitazioni di sovranità necessarie per perseguire la pace e la giustizia tra le Nazioni.

## 2. Le fonti europee.

E proprio dal diritto UE, allora, dobbiamo prendere le mosse. Sarebbe qui pedante un'arida elencazione dei numerosissimi provvedimenti europei che armonizzano il nostro settore; limitiamoci piuttosto ad alcune osservazioni generali. L'unione dei mercati dei capitali avanza, ma è ancora incompleta; i progetti di una vera "Capital Markets Union" accelerano e decelerano, vengono enunciati e articolati in punti più specifici, ma sono decisamente ancora un cantiere aperto e un obiettivo da raggiungere.

Si può dire che è ormai elevato il grado di armonizzazione nella disciplina dei servizi d'investimento e della gestione collettiva (di cui tratterà brevemente il prossimo capitolo), nonché della disciplina dei mercati (capitolo IV). Si pensi alla Direttiva Mifid II che, ormai, regola pressoché tutti i principali aspetti dei servizi di investimento, sebbene gli Stati Membri abbiano alcuni margini di flessibilità. Significativa, sebbene più "a macchie di leopardo" e certo meno avanzata, invece, l'armonizzazione riguardante le società quotate e il diritto societario in generale. La dottrina si interroga sul grado di effettiva integrazione, ma è innegabile che negli ultimi anni sono aumentate le aree soggette al diritto uniforme: basti pensare a prospetti e documenti d'offerta, opa, operazioni con parti correlate, diritti degli azionisti, abusi di mercato, bilanci e dichiarazioni non finanziarie, e così via.

Il *trend* verso il diritto uniforme è anche sottolineato dal diffondersi, almeno in certe materie, del ricorso allo strumento del regolamento rispetto alla direttiva, come esemplificato dalla disciplina degli abusi di mercato (*insider trading* e dintorni) che, inizialmente regolata col secondo strumento, è successivamente, oggi, contenuta in un Regolamento. La differenza è importante: come noto, le direttive devono essere recepite con legge ordinaria dagli Stati Membri, e generalmente presentano alcune opzioni lasciate agli Stati; i regolamenti, al contrario, sono immediatamente e direttamente efficaci in tutti gli ordinamenti europei. Sebbene vi siano direttive o, meglio, norme nell'ambito delle singole direttive cosiddette "*self-executing*", ossia che possono direttamente applicarsi, così come anche nel

caso dei regolamenti i singoli ordinamenti possono prevedere regole aggiuntive o specificare alcuni aspetti con la normativa secondaria, è evidente che la forza unificante dei regolamenti è maggiore.

Uno dei punti più delicati in termini di politica regolamentare è se e in che misura, nell'ambito della discrezionalità loro concessa da direttive o regolamenti, gli Stati possano aggiungere ulteriori obblighi, divieti, compiti per i soggetti regolati rispetto a quanto previsto a livello europeo. Si tratta del fenomeno noto come "*gold-plating*", che determina differenze normative e, per così dire, ordinamenti più onerosi e rigorosi di altri. Non vi è un vero e proprio generalizzato divieto, e anzi è comune che su alcune materie taluni Stati prevedano regole diverse (spesso è anche difficile riconoscere se una norma aggiuntiva pone oneri effettivamente significativi), ma certamente vi è una crescente resistenza degli operatori a simili asimmetrie che, peraltro, possono ridurre la competitività di alcuni paesi rispetto ad altri.

Un cenno va anche fatto all'articolazione della disciplina europea. Il cosiddetto metodo Lamfalussy prevede, al fine di facilitare la convergenza verso regole condivise, un sistema a più livelli: provvedimenti, come direttive, di più alto livello, che fissano principi generali, seguiti e riempiti di contenuto da provvedimenti di maggiore dettaglio. L'idea è che così si agevoli una convergenza per "approssimazioni successive", essendo spesso più facile che gli Stati si accordino su clausole e finalità generali, per poi puntualizzare le regole con atti emanati nel quadro delle direttive di primo livello. Se, da un lato, questo metodo ha dato buoni frutti, dall'altro è innegabile che abbia complicato la struttura della disciplina con un sistema concentrico di regole non sempre facile da ricondurre a sistema e interpretare.

Si diceva della preminenza del diritto UE nel nostro settore. Questo principio si manifesta in diversi modi. In primo luogo, e semplificando un poco, il giudice italiano deve interpretare il diritto interno in coerenza con l'ordinamento sovraordinato UE e disapplicare le norme nazionali che risultino in contrasto con quelle europee, salva la possibilità di rinvio alla Corte di Giustizia dell'Unione per le necessarie interpretazioni – altro centrale attore dell'armonizzazione –, che svolge una funzione nomofilattica. Proprio questa Corte, e le sue decisioni, hanno peraltro svolto e svolgono un'attività importantissima nella costruzione del diritto finanziario comune e ciò anche per una peculiarità che va sottolineata. Si ritiene pacificamente che le decisioni della Corte forniscano una interpretazione, diciamo così, autentica delle norme unitarie, e la lettura della Corte, naturalmente successiva all'emanazione dei provvedimenti che applica, si intende incorporata nella regola sin dall'origine. Ciò attribuisce un particolare valore vincolante a questi precedenti, il cui effetto diviene sostanzialmente retroattivo. Se, ad esempio, sette anni dopo l'emanazione di una direttiva la Corte di Lussemburgo fornisce una particolare interpretazione di una sua norma, questa prevale anche retroattivamente su provvedimenti di legge nazionali emanati nel frattempo che risultino incom-

patibili con la decisione, proprio perché essa si ritiene chiarire il significato della norma unitaria *ab origine*. E questo, si noti bene, a prescindere dalle parti del giudizio, che potrebbero anche essere uno Stato e un ricorrente diversi da quelli che “subiscono” gli effetti in parola (si veda ad esempio il cosiddetto caso *Lexitor* in materia di risoluzione dei contratti di mutuo). Insomma, un sistema in cui – di là dai dubbi pur manifestati da alcuni sulla sua opportunità – i precedenti hanno un valore *erga omnes*, vincolante e retroattivo per molti versi ancor più muscolare di quello che accade negli ordinamenti di *common law*.

Il diritto europeo è poi integrato dai provvedimenti dell’Esma, l’Autorità di controllo europea, che pure contribuisce alla sua armonizzazione insieme alle autorità del settore bancario (EBA) e assicurativo (EIOPA) con le quali costituisce il sistema delle European Supervisory Authorities; oltre naturalmente alle regole della BCE-Banca d’Italia per il settore bancario. Torneremo brevemente sull’Esma parlando di vigilanza tra poche pagine.

Un’osservazione generale sul diritto europeo – con tutte le semplificazioni del caso – è che esso si concentra sulle regole sostanziali, mentre minore è l’armonizzazione relativa alla fase di *enforcement*, ai rimedi, alle conseguenze delle violazioni, siano esse sanzioni civili, amministrative o penali. Questa parte della disciplina è lasciata ai singoli Stati Membri, e si registrano differenze anche notevoli che inevitabilmente limitano l’effettiva uniforme applicazione del diritto. Come caso paradigmatico si pensi alle possibili responsabilità civilistiche derivanti dalla pubblicazione di prospetti o documenti d’offerta incompleti, distortivi o non veritieri: se le norme su contenuto e modalità di approvazione di questi documenti sono ampiamente armoniche, sul secondo fronte le soluzioni – tanto nel sistema quanto nella prassi – sono eterogenee, influenzate anche da differenze significative nel processo civile. Il problema è difficilmente risolvibile, pare però interessante notare che il nostro diritto unitario si ferma a quella che spesso è la cartina di tornasole giuridica della concreta efficacia delle norme, i cosiddetti *remedies*.

In chiusura, è evidente che un sistema fortemente ma non completamente armonizzato lascia spazio a fenomeni di arbitraggio regolamentare e competizione tra ordinamenti, che si avverte in modo notevole proprio nell’industria finanziaria. Sono noti, ad esempio, fenomeni di “scelta” del sistema da parte di fondi d’investimento e SGR (Irlanda, Lussemburgo), di “emigrazione” di società quotate su altri mercati ritenuti più flessibili e *business friendly* (in Olanda si sono trasferite alcune grandi società italiane), e anche di emissione e quotazione di strumenti finanziari come le obbligazioni in piazze diverse da quella nazionale (Lussemburgo, Austria) ritenuti più attraenti. Giocano naturalmente anche altre variabili, come quella fiscale, la percepita efficienza della giustizia civile e il grado di burocratizzazione delle autorità di controllo, ma certamente le regole di cui ci occupiamo non sono neutrali. È una tendenza potenzialmente preoccupante che impone a legislatori e vigilanti di interrogarsi sulla competitività del sistema. I rischi sono

quelli di una corsa al ribasso che riduca le tutele per i risparmiatori, ma anche di una perdita secca per l'industria di alcuni Paesi. In Europa, d'altronde, ad oggi non paiono sussistere le condizioni per un'efficiente concorrenza tra ordinamenti, come secondo alcuni studiosi è quella relativa al diritto societario statunitense, dove i singoli Stati hanno sì normative e diritti giurisprudenziali diversi, ma in un quadro generale più omogeneo e sotto la forte egida e controllo del sistema federale.

In questo percorso talvolta accidentato, però, l'Europa ha chiaramente optato, almeno come direzione, per la massima possibile integrazione, e il suo punto più avanzato è il cosiddetto Action Plan per l'Unione del Mercato dei Capitali (*Capital Markets Union*) del 2020, un programma di azioni ambizioso che vorrebbe accelerare la costruzione di un sistema veramente unitario con misure che spaziano da un singolo punto di accesso per tutte le informazioni relative agli emittenti – al quale sta lavorando l'Esma, l'autorità europea dei mercati finanziari sulla quale torneremo sotto –, a una semplificazione delle regole di quotazione, ad interventi sui servizi di investimento e i servizi di *settlement*<sup>1</sup>.

### **3. Il diritto interno: il TUF.**

Venendo al diritto nazionale, la fonte principale per noi è il Testo Unico della Finanza, un fondamentale provvedimento introdotto nel 1998 ad esito di un processo di progressivo arricchimento della disciplina, che, come anche ricordato nel precedente capitolo, ha segnato un vero spartiacque immettendo il nostro sistema nel nuovo secolo con regole innovative e in linea con le migliori esperienze internazionali (si pensi alla “rivoluzione” nella disciplina dell'OPA, di cui ci occuperemo al capitolo XIV), spesso anticipando soluzioni poi seguite anche dal diritto UE con direttive e regolamenti.

Il TUF presenta una struttura riflessa in buona parte nell'indice di questo volume. Il libro che state leggendo, infatti, può considerarsi una analisi ragionata – e concentrata sulla parte dedicata agli emittenti quotati – del TUF. Limitandosi ad elencare le principali aree della disciplina, infatti, dopo una lunga serie di definizioni tra le quali, centrali, quelle di servizio e prodotto finanziario, troviamo i servizi di investimento, la gestione collettiva (fondi comuni), i mercati, e gli emittenti in tutti i diversi aspetti (assetti proprietari, informazione societaria, governo societario, offerte pubbliche d'acquisto), oltre a dedicare spazio ai poteri delle autorità e alle sanzioni. Nei circa venticinque anni dalla sua emanazione, il TUF si è molto –

---

<sup>1</sup> Proprio poche settimane prima della stampa del volume la Commissione ha proposto, nell'ambito della CMU, diverse semplificazioni su quotazione delle PMI, prospetti, abusi di mercato, azioni a voto multiplo, citate nel testo.

forse anche troppo – arricchito di norme e regole, sviluppandosi con la crescente complessità della materia, spesso su spinta comunitaria, con il risultato che oggi ha un aspetto diverso, e probabilmente meno “ordinato” e sistematico, della legge che uscì dai lavori della commissione che lo scrisse (basti far cadere l’occhio sui numeri cardinali romani che seguono i numeri degli articoli o dei loro commi, per trovare spazio tra norme già previste).

Sebbene in questo capitolo non entriamo in profili sostanziali delle norme, facciamo un cenno alla questione delle “clausole generalissime”, ossia di quelle norme che, con diverso grado di cogenza, vorrebbero indicare gli obiettivi, le finalità ultime della disciplina e della vigilanza.

Troviamo simili previsioni nei considerando di direttive e regolamenti europei (il considerando 2 del MAR richiama l’efficienza del mercato come uno dei propositi impliciti della disciplina), ma anche nel TUF: l’art. 5, ad esempio, chiarisce che la vigilanza sugli intermediari ha quali obiettivi la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, la sua stabilità, buon funzionamento e competitività, la tutela degli investitori e l’osservanza della disciplina. In altre fonti troviamo richiami, ad esempio, all’efficienza dei mercati: così è nell’art. 91 TUF, che indica come la vigilanza sulle società quotate debba perseguire (anche) l’efficienza del controllo e del mercato. Queste clausole generali, programmatiche, hanno ovviamente un’importanza sistematica, e forse, occasionalmente, possono fornire spunti agli interpreti; è però intuitivo che il loro valore precettivo, vuoi per la genericità vuoi perché enunciano obiettivi talvolta in tensione tra loro (si pensi a competitività e stabilità), è limitato.

Fondamentale per il settore finanziario è anche il più risalente Testo Unico Bancario, o TUB, del 1993, che sta all’attività bancaria («raccolta del risparmio tra il pubblico e concessione del credito») come il TUF sta alle attività di intermediazione che disciplina e al diritto delle società quotate. In questo testo non ci occuperemo della disciplina bancaria se non in modo limitato e puntuale, quando interseca i temi trattati. Non poche sono, comunque, le leggi speciali che disciplinano questioni specifiche del diritto finanziario, che si integrano con le regole TUF o, comunque, che rilevano per l’attività di intermediari ed emittenti: si pensi, per citare solo alcuni esempi, alla disciplina della cartolarizzazione; ovvero alle norme applicabili alle società a controllo pubblico quotate; o a quella della revisione contabile. In questi casi il libro contiene taluni brevi richiami quando il tema è rilevante per le quotate.

È infine appena il caso di ricordare, ovviamente, che alle società quotate e agli intermediari si applicano anche, in quanto compatibili e non derogate dalla legge speciale (TUF), le norme del codice civile, ad esempio per tutto ciò che riguarda il governo societario, ovvero in materia di struttura finanziaria (aumenti di capitale, categorie di azioni, obbligazioni), naturalmente ove non derogate dalla disciplina speciale. Il TUF deve quindi essere letto in modo integrato con il codice civile.

#### **4. Disciplina secondaria, regolamenti dei mercati, autodisciplina e altre fonti e formanti.**

Un gradino sotto, nella gerarchia delle fonti interne, troviamo i regolamenti emanati dalla Consob in attuazione del TUF o di altre norme primarie contenute, ad esempio, nel codice civile. Almeno quattro sono i principali da ricordare in questa sede, tutti facilmente reperibili, nella versione più aggiornata, sul sito della Consob: il Regolamento Emittenti (n. 11971/1999), concernente la disciplina delle quotate, con i suoi numerosi allegati che contengono schemi e modelli ad esempio per i prospetti; il Regolamento Mercati (n. 20249/1997); quello Intermediari (n. 20307/2018); e il Regolamento Operazioni con Parti Correlate (n. 17221/2010), che attua l'art. 2391-*bis* c.c. oggi però integrato dalle norme in materia della Direttiva Shareholders' Rights II. Se ne affianca uno sul *crowdfunding*, nonché alcuni provvedimenti congiunti con la Banca d'Italia come quello sul *post-trading* o sui controlli interni negli intermediari. Anche i regolamenti in parola, che naturalmente devono rispettare i limiti imposti dalla legge, sono nel tempo stati integrati e modificati in modo significativo.

La Consob emana altri provvedimenti quali comunicazioni, raccomandazioni, richiami di attenzione, e risposte a quesiti, talvolta rivolti a singoli operatori, che hanno una grande importanza applicativa per chiarire l'approccio e le posizioni dell'Autorità, ma con un grado di vincolatività generale naturalmente inferiore ai regolamenti. Più di recente Consob ha anche avviato, sul modello delle principali esperienze straniere, la pubblicazione di Linee Guida – utili quelle, ad esempio, in tema di abusi di mercato e gestione delle informazioni – che cercano di offrire agli operatori indicazioni anche molto pratiche su come conformarsi alla legge. Pur non strettamente vincolanti, le Linee Guida hanno però, per ovvie ragioni, una notevole forza persuasiva, talvolta nei fatti imponendo condotte a rigore non previste dalla legge (si pensi alla gestione delle informazioni rilevanti, ossia quelle che potrebbero divenire privilegiate, ai quali il Regolamento MAR non fa riferimento e su cui torneremo nel capitolo XV).

Per gli emittenti e gli intermediari un'altra fonte è il Regolamento di Borsa e le relative Istruzioni, che contiene norme tecniche ad esempio sui requisiti per la quotazione o attività di negoziazione sui mercati. Questo documento, emanato dai gestori dei mercati (primo tra tutti, oggi, Euronext che gestisce la principale piazza finanziaria italiana). Sebbene i gestori dei mercati siano a loro volta sottoposti alla vigilanza della Consob, e i relativi regolamenti debbano essere approvati dall'Autorità, la natura privata dei gestori ha condotto la dottrina ad attribuire natura contrattuale a tale insieme di regole: emittenti e intermediari, in altre parole, chiedendo e ottenendo l'ammissione stipulano un accordo con le Borse per effetto del quale si assoggettano ai regolamenti che le governano. Si tratta però certamente di un contratto particolare, che in senso lato e non tecnico risponde anche a interessi

pubblicistici. Interessante è infatti, ad esempio, il problema della qualificazione delle “sanzioni” previste da tali regolamenti, applicate dai gestori a intermediari e (più raramente) emittenti: sebbene si osserva che esse vanno ricondotte alla categoria delle “pene private”, come nel caso delle sanzioni previste per gli associati in certi statuti di enti di diritto privato, con i limiti che ne derivano, si tratta pur sempre di un caso affatto particolare che, verosimilmente, impedisce una mera e semplicistica applicazione delle regole del diritto privato. La questione riguardava soprattutto la pubblicazione di richiami e sanzioni, per via del loro effetto reputazionale.

Come già anticipato, è infine importante ricordare il Codice di Corporate Governance. Si tratta di un documento promosso inizialmente, nel 2001, da Borsa Italiana, e successivamente modificato ad opera di un comitato di esponenti dell'industria ed esperti, sempre coordinato dal gestore del mercato, sul modello dei codici stranieri, uno dei primi – e più autorevoli – dei quali è il cosiddetto Cadbury Report inglese. Le norme contenute in questo documento non sono imperative e sono ispirate dalle migliori prassi: le società quotate sono libere di seguirle o meno, dovendo però dichiarare al pubblico se lo fanno e in che modo, poiché il Codice consente di non applicare, o applicare in modo diverso, alcune previsioni. La versione attuale del Codice italiano, del 2020, contiene sei articoli preceduti da una premessa di metodo (che sancisce ad esempio la prevalenza della sostanza sulla forma) e da alcune definizioni; e sono divisi in “principi” di carattere più generale (dai quali non ci si dovrebbe discostare se si adotta il Codice) e “raccomandazioni” di taglio più applicativo. Come vedremo in particolare nei capitoli dedicati al governo societario, dal IX al XII, le regole riguardano il ruolo dell'organo di amministrazione, la composizione e il funzionamento degli organi, i comitati interni al consiglio (tipicamente comprendenti un comitato controlli e rischi, un comitato remunerazioni e nomine, un comitato operazioni con parti correlate, sempre più spesso un comitato che si occupa di sostenibilità), le remunerazioni di amministratori e *managers*, cenni ai rapporti con gli azionisti, e il sistema di controllo interno e gestione dei rischi.

Tra le disposizioni più note e rilevanti del Codice, c'è quella che attribuisce al consiglio di amministrazione il compito di perseguire il «successo sostenibile», definito come la creazione di valore per gli azionisti nel lungo termine, ma tenendo conto degli interessi di altri *stakeholders* rilevanti (lavoratori, clienti, creditori, fornitori, la comunità in generale). Grande rilievo ha anche la definizione dei requisiti di indipendenza degli amministratori, che si affianca a quella del TUF di modo che, a rigore, potremo parlare di amministratori indipendenti ai sensi del TUF e ai sensi del Codice (per le banche esiste un'ulteriore definizione), con ambiti di applicazione, funzioni e discipline leggermente diverse.

L'adesione al Codice è molto diffusa e, apparentemente, in crescita. Gli ultimi dati indicano che nel 2021 vi aderiva quasi il 70% delle società quotate, che sale a