

Un disegno di legge a rischio di incoerenze e alluvioni normative

Mercato dei capitali

Mario Cera

In attesa che il Parlamento licenzi in via definitiva il disegno di legge cosiddetto «Capitali» d'iniziativa di questo Governo, con amplissima delega allo stesso Governo di una «riforma organica» del testo unico del 1998 (ma dopo variamente integrato) sull'intermediazione finanziaria e della disciplina delle società di capitali contenuta nel codice civile (così l'art. 19 del ddl), converrà fare qualche riflessione sulla confusa, e depressa, attuale situazione italiana in materia. Che il nostro mercato dei capitali e degli investimenti di rischio sia stagnante è un fatto, e non da ora. A fronte di una massa ingente di capitali privati, brilla solo il mercato dei titoli di Stato o parastatali o, essi a volte anche rischiosi, di debito bancario. Il caso recente delle obbligazioni CDP collocate in tempi record (addirittura con riparto) presso il pubblico cosiddetto retail è lampante.

L'appel dei mercati borsistici domestici resta ai minimi, invero si badi, non solo per gli investitori, ma per le stesse società emittenti. Alcuni dati sono eloquenti: emittenti quotate a Euronext Milano 418; a Parigi 813; a Tel Aviv 548; a Sofia (!) 385.

Le cause sono annose, se non addirittura secolari, e affondano in radici socio-culturali, sulle quali è qui impossibile soffermarsi. Certo è che la buona legislazione potrebbe avere un qualche impatto, ma essa andrebbe accompagnata da pratiche, di società emittenti, intermediari bancari e autorità di vigilanza, virtuose e proattive rispetto al mercato. È avvenuto così in Italia negli ultimi decenni? V'è da rilevare che, ormai la disciplina domestica delle società quotate è in gran parte allineata a

quelle degli ordinamenti vicini nonché d'ispirazione europea. Gli scarti differenziali sono in realtà marginali e di segno a volte contraddittorio. Non pare, comunque, che possa addebitarsi alla legislazione la scarsa attrattività presso imprese, soprattutto grandi, e risparmiatori dello strumento rappresentato dalla società quotata, che non a caso rimane ancora, e in tutto il mondo da ovest ad est, essenziale per raccogliere investimento diffuso e soprattutto finanziare grandi iniziative economiche. Leggendo i principi e i criteri direttivi che vengono previsti per la delega al Governo (nel citato articolo 19 Ddl) è difficile non convenire sugli stessi, ma colpisce la vastità degli obiettivi e quindi della delega. Al di là di profili di eventuali eccessi in questa delega, occorre avvertire il rischio che il nostro legislatore continui ad alimentare quell'alluvione legislativa già denunciata anni orsono da Guido Rossi, insieme alla Babele del diritto delle società per azioni. Occorre, in sostanza, evitare che la rincorsa alla competizione tra ordinamenti con regole nazionali le più svariate quanto a fonti e forme in concreto non produca effetti incentivanti sul nostro sistema finanziario, ma al contrario penalizzi le poche, competitive società emittenti nazionali.

Già ora le società quotate sono complesse non solo per la dinamica imprenditoriale propria, ma anche, e a volte soprattutto, per la confusione e l'intreccio di normative (europee e sovranazionali, legislative, regolamentari di

Autorità varie, di cosiddetta autodisciplina, che poi tale non è, ed altro ancora). Allora, se vi è davvero un'esigenza quasi impellente per le società emittenti è quella del disboscamento della foresta normativa, quasi una giungla, con chiarezza di principi e di graduazione delle norme, come ogni ordinamento giuridico che si rispetti e voglia essere osservato richiede, come i nostri grandi teorici del diritto da Santi Romano a Norberto Bobbio ci hanno insegnato.

In realtà, la vera sfida, oggi è quella di selezionare i punti-cardine di un moderno diritto azionario, in una epoca di grande trasformazione e al contempo di oggettive incognite sulle evoluzioni future. Il recente convegno veneziano organizzato dalla Rivista delle società ha costituito un momento importante di ricognizione e riflessione sui problemi che investono il diritto delle grandi società per azioni tra nuove tecnologie e insufficienze legislative, che però, e qui è il punto, non possono essere ricondotte solo o necessariamente alla produzione di nuove norme. In particolare, occorrerebbe, da un lato, porre un freno alla spropositata e non poche volte discutibile attività regolamentare o

subregolamentare delle Autorità di vigilanza, che gioverà per quanto banale ricordarlo sono amministrative e autoreferenziali, dall'altro lato sforzarsi di dare una coerenza alle norme legislative, soprattutto quando imperative.

Su entrambi questi profili si vuole confidare che il futuro decreto legislativo ponga un po' di ordine, sia consentito aggiungere pubblico, evitando ulteriori confusioni e contraddizioni di norme e di fonti, ma tenendo chiari i

principi. A questo riguardo, vien qui da rammentare che il nostro attuale Tuif muove, agli articoli 91 e 92, dai principi, che devono essere ribaditi, della trasparenza del controllo societario e della parità di trattamento tra gli azionisti «che si trovino in identiche condizioni». Si confida che essi non vengano contraddetti, ma un qualche dubbio può esserci giacché norme quali quelle previste proprio nel Ddl Capitali circa la tutela, rafforzata, degli azionisti di minoranza (quasi la *sanior pars* con l'espressione di Guido Rossi), addirittura in sede di composizione del consiglio di amministrazione, incidono negativamente proprio sulla trasparenza e sulla parità tra azionisti. Un altro importante *caveat* va subito posto. Il nostro Tuif ha avuto meriti di vario segno e ha favorito comunque l'evoluzione del nostro sistema finanziario (si rammenti prima alquanto pubblicocentrico) e dunque si eviti ora l'ondata di riflusso che sommerga indistintamente l'esistente. E tale rischio può essere evitato con un saldo ancoraggio all'Europa e alle sue norme, senza trascurare i principi dell'Oecd e senza rincorrere miraggi olandesi, quasi a mo' di Delaware, tendendo finalmente ad un testo unico finanziario europeo; in ogni caso, evitando farraginosità formali, sovrappesi regolamentari e incoerenze, come ormai di consueto per il nostro legislatore (nello stesso Ddl Capitali), che appesantiscono e molto la vita delle imprese.

IN UN'EPOCA DI TRASFORMAZIONE LA VERA SFIDA È SELEZIONARE I PUNTI-CARDINE DI UN MODERNO DIRITTO AZIONARIO