

ANDREA ZOPPINI

LA RIFORMA DEI MERCATI FINANZIARI: UN CANTIERE SEMPRE APERTO?



Lefebvre Giuffrè

Isbn 9788828884200

Estratto dal volume:

PRINCÌPI DI RIFORMA DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA

ATTI DEL CONVEGNO DI STUDI
Roma, 10-11 aprile 2025

a cura di
ANDREA SACCO GINEVRI

2026

ANDREA ZOPPINI

LA RIFORMA DEI MERCATI FINANZIARI: UN CANTIERE SEMPRE APERTO?

Desidero unirmi anch'io ai ringraziamenti ad Andrea Sacco Ginevri per aver organizzato questo importante incontro che, come ha ricordato il Sottosegretario Freni, ci restituisce — dopo una lunga reclusione forzata — una libertà, per così dire, vigilata.

Il tema affidato a questo *panel* è, per sua natura, un “cantiere aperto”. Si tratta di un'immagine che traggo da un recente articolo tedesco dedicato alla riforma permanente della legge e che ben si adatta anche alla disciplina del mercato finanziario, costantemente messa alla prova da mutamenti che involgono gli assetti proprietari, la composizione dell'azionariato e la configurazione stessa dei mercati nazionali e internazionali dei capitali. Tutti questi cambiamenti pongono l'interrogativo circa l'adeguatezza, o meno, delle regole.

Come sollecitato da Andrea, mi riservo di formulare alcune riflessioni di sintesi in relazione agli interventi, del prof. Piergaetano Marchetti, maestro e punto di riferimento per tutti noi, e dal commissario Federico Cornelli.

In particolare, la relazione di Federico Cornelli è brillante e densa di stimoli. Mi collego a quanto già osservato dal Sottosegretario Freni per muovere una considerazione di carattere più generale. Recentemente ho scoperto che, in taluni contesti, si parla di *fallacy of the Indian reservation*: un errore logico che consiste nel ritenere che esistano “zone franche”, all'interno delle quali vigono regole speciali e sottratte a qualsiasi tipo di controllo. Il nostro diritto del mercato dei capitali ha vissuto, per lungo tempo, all'interno di questa riserva logica, alimentando la comune illusione che le regole nazionali fossero, se non le migliori possibili, quantomeno immutabili. Abbiamo, poi, scoperto — anche grazie ai Libri bianco e verde promossi dal Dipartimento del Tesoro — che non solo si può “uscire” da quella riserva, ma che le nostre regole, talvolta, non trovano riscontro né a livello europeo né nell'ambito del mercato

internazionale. Penso, ad esempio, alla disciplina del recesso, al voto di lista obbligatorio, alla maggioranza dei due terzi per le modifiche statutarie.

Il tema delle soglie OPA è emblematico delle criticità appena richiamate, e posso affrontarlo con una certa libertà, avendo la sottocommissione di cui facevo parte — presieduta da Mario Stella Richter — avviato una riflessione sul punto ben prima dell'attuale fase, più intensa e complessa, che ha impegnato a fondo la CONSOB. Nessun ordinamento europeo, eccetto il nostro, prevede un sistema basato su due soglie: i modelli prevalenti si fondano su una soglia unica, generalmente fissata tra il 30 e il 33 per cento. In Italia, l'abbassamento della soglia al 25% non ha incentivato il ricorso alle OPA obbligatorie, favorendo piuttosto il venire in essere di dinamiche opache, riconducibili in molti casi a *proxy fights* strategicamente collocate in prossimità del limite. Si tratta, in definitiva, di un esempio eloquente dei rischi insiti nel mantenimento di regole che, alla prova dei fatti, si rivelano ormai prive di effettiva funzionalità.

Credo sia utile ricordare che queste scelte regolatorie incidono direttamente sugli assetti di *governance*, sulla distribuzione del potere e sulle logiche del controllo societario. In altre parole, le regole producono nuovi interessi, e ogni tentativo di riforma inevitabilmente si confronta con tali equilibri consolidati.

Attingendo ulteriormente alla libertà vigilata che ci ha assicurato il Sottosegretario, vorrei concludere con un cenno a una riforma che considero riuscita: quella del 2014 sul voto multiplo, alla cui elaborazione ho potuto partecipare insieme, tra gli altri, a Piergaetano Marchetti, Carlo Angelici e Luca Enriques. Si tratta di una disciplina tipicamente riferita alla società neo-quotata, cioè alla società che accede alla quotazione con un regime speciale, che gli investitori conoscono fin dal momento iniziale dell'investimento, e che scelgono quindi consapevolmente. Ritengo che questa possa essere una strada su cui continuare a ragionare: il tema dell'accesso alla quotazione e, più in generale, di una disciplina per le neo-quotate, mi pare altresì la direzione indicata dal Governo, che intende accompagnare a una regolazione di favore, più liberale, anche una politica di interventi.

Mi sembra, dunque, che intervenire sulla disciplina dell'accesso alla quotazione, introducendo un insieme di regole specificamente rivolte al funzionamento delle società neo-quotate, possa rappresentare una strada valida e coerente con l'indirizzo tracciato dal Go-

verno, che sembra voler affiancare a una regolazione di favore, di segno più liberale, una politica attiva di interventi.

Con questo, come potete vedere, mi sono avvalso in misura molto contenuta della facoltà di anticipare qualche possibile soluzione. Resta il fatto, ad ogni modo, che il tema delle soglie OPA era troppo denso di implicazioni per rinunciare a qualche considerazione di ordine generale, fermo restando che un buon legislatore non si lascia certo intimorire da un titolo di giornale.