Dialoghi di Diritto dell'Economia

Supplemento 2026 - Vol. I

ARTICOLI

Il ruolo di Assonime nella genesi della riforma del TUF

Stefano Firpo
Direttore Generale
Assonime

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da
Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale
Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale
Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria
Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata
Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza
Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati
Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalaqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza
Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria
Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche
Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Il ruolo di Assonime nella genesi della riforma del TUF

Stefano Firpo
Direttore Generale
Assonime

Sommario: 1. Premessa. - 2. L'avvio della riforma: la Legge Capitali. - 3. La riforma (realizzata) della disciplina sostanziale. - 4. La riforma (avviata) del sistema sanzionatorio. - 5. Conclusioni.

1. Premessa

Assonime ha posto per prima l'esigenza di una riforma **sistematica** del Testo unico della finanza, sulla base di due considerazioni di fondo.

La prima riguarda l'evoluzione del quadro normativo.

Nei vent'anni successivi alla riforma Draghi, il TUF è stato oggetto di un accumulo continuo di interventi legislativi. Questo processo ha prodotto un assetto complesso e oneroso, che ha progressivamente compromesso la coerenza del disegno originario.

Un disegno che mirava ad allineare il sistema italiano a quello dei mercati dei capitali più evoluti e dinamici, in particolare al modello inglese.

Questo disallineamento è dipeso sia da riforme di natura interna – tra cui la legge sul risparmio del 2006 – sia dal modo in cui è stato condotto il processo di integrazione europea. Un processo caratterizzato da un ricorso sistematico al cosiddetto *gold plating*, che ha spostato l'equilibrio della disciplina verso una protezione iperprudenziale.

Una protezione che poteva trovare giustificazione in alcune fasi storiche, come quelle segnate dagli scandali societari dei primi anni Duemila, ma che nel tempo ha allontanato l'Italia non solo dai modelli di riferimento, ma più in generale dagli assetti degli altri principali Paesi.

La seconda considerazione riguarda la crisi dei mercati pubblici dei capitali.

In Italia questa crisi è stata più profonda che altrove. A nostro avviso, anche a causa di un quadro normativo poco competitivo.

Ne è derivata una vera e propria fuga verso ordinamenti ritenuti più efficienti, soprattutto da parte di gruppi italiani di grandi dimensioni. Il trasferimento della sede in altri Paesi – in particolare nei Paesi Bassi – ha prodotto una rarefazione dell'area soggetta alla disciplina italiana.

In questo contesto, mantenere peculiarità normative iperprotettive appare sempre meno giustificato, perché esse finiscono per applicarsi a una platea di società nazionali via via più ristretta.

Le sollecitazioni di Assonime hanno trovato un primo riscontro nelle iniziative avviate dal Governo.

Un momento significativo è stato il tavolo di lavoro costituito dal MEF nel 2021, che ha coinvolto le principali associazioni del mercato e le autorità di vigilanza.

È stata una novità rilevante, sia dal punto di vista del metodo, sia dal punto di vista dei contenuti. Per la prima volta veniva riconosciuta l'esigenza di una riforma strutturata, orientata non solo alla protezione statica degli investitori, ma alla valorizzazione dei loro interessi in una prospettiva dinamica, legata alla crescita del mercato.

Questo nuovo approccio ha trovato espressione nel **Libro Verde** pubblicato dal MEF nel 2022.

Già il titolo – *"La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita"* – indicava una direzione molto chiara.

Il Libro Verde presentava una diagnosi esplicita delle criticità del mercato dei capitali italiano: un ritardo cronico rispetto alle principali economie avanzate, imputabile sia a debolezze strutturali, sia a ostacoli di natura normativa e regolamentare.

Veniva inoltre sottolineata la maggiore onerosità del processo di quotazione in Italia e la minore flessibilità del nostro diritto societario rispetto ad altri ordinamenti.

Quanto ai criteri ispiratori della riforma, il Libro Verde indicava la necessità di semplificazione, razionalizzazione e allineamento al quadro europeo, attraverso la rimozione di obblighi ultronei e il superamento dei fenomeni di gold plating.

In sintesi, il Libro Verde faceva propria l'analisi proposta da Assonime, indicando l'opportunità di migliorare la competitività del mercato dei capitali italiano allineandone il contesto normativo a quello degli altri principali paesi, sia superando i diffusi gold-plating nelle aree oggetto di armonizzazione europea, sia riconsiderando alcune peculiarità normative che riflettevano criticità ormai superate.

2. L'avvio della riforma: la Legge Capitali

Il primo intervento normativo è stato la cosiddetta **Legge Capitali** del 2024.

In sede di audizione parlamentare, Assonime ha riconosciuto che il provvedimento rappresentava un passo importante nella direzione indicata dal Libro Verde.

In particolare:

- ha ridotto alcuni eccessi nell'attuazione delle direttive europee;

- ha ampliato gli spazi di autonomia statutaria delle società quotate, ad esempio nella modalità di gestione delle assemblee e nella articolazione dei diritti di voto;

- ha introdotto una maggiore flessibilità nel sistema sanzionatorio della Consob.

Al tempo stesso, Assonime ha evidenziato come la Legge Capitali fosse solo un primo passo. Per affrontare le debolezze strutturali del mercato italiano era necessario un intervento più organico di riforma del TUF, ispirato al metodo seguito al momento della sua adozione originaria che vide coinvolti i più importanti esperti del settore e le varie componenti del mercato nell'attuazione di una legge delega dall'ampio mandato.

La versione finale della legge ha recepito l'indicazione di una progetto più ambizioso, conferendo al Governo una delega ampia per una riforma complessiva della disciplina dei mercati dei capitali.

Meno soddisfacente è stato, invece, il coinvolgimento del mercato nella fase di attuazione della delega, affidata quasi esclusivamente a una struttura politicotecnocratica, con la partecipazione esclusiva del Governo, delle autorità di controllo e di un assai vasto comitato di esperti, a composizione quasi esclusivamente accademica.

Ciononostante, Assonime ha fornito il proprio contributo all'impostazione della riforma, pubblicando nel giugno 2024, cioè immediatamente dopo il conferimento della delega, un *position paper* con proposte volte a rafforzare l'attrattività del mercato italiano.

La delega al Governo ha trovato attuazione in due diversi decreti delegati: il primo, contenente gli aspetti più sostanziali della riforma, è stato adottato definitivamente nelle scorse settimane, il secondo, dedicato alla riforma e riordino del sistema sanzionatorio del TUF e delle relative procedure, tema introdotto con una integrazione della delega iniziale, è attualmente all'esame delle commissioni parlamentari.

3. La riforma (realizzata) della disciplina sostanziale

Sul primo decreto, Assonime ha apprezzato lo sforzo compiuto per aprire nuovi percorsi di disciplina che modernizzano l'ordinamento in tema di assemblea, nell'introduzione di un regime semplificato per le società di nuova quotazione e per le PMI quotate, nel perseguire l'obiettivo di rafforzare i tratti distintivi dei sistemi di amministrazione e controllo.

Tuttavia, nell'audizione presso le commissioni parlamentari, prima e unica occasione di confronto, abbiamo evidenziato alcuni profili della disciplina che richiedevano un supplemento di riflessione, al fine di dare piena attuazione ai principi e ai criteri della delega conferita al Governo su questa materia, così importante per la crescita e lo sviluppo del mercato dei capitali e del sistema economico nel suo complesso.

Le nostre considerazioni si basavano sull'evidenza del cronico sottosviluppo del mercato dei capitali italiano che ha contribuito in maniera significativa a comprimere le potenzialità di sviluppo anche dimensionale delle imprese (costituendo un significativo "vincolo finanziario alla crescita") ancora troppo dipendenti da un credito bancario fattosi più restrittivo, soprattutto ma non solo per le PMI, anche per l'adozione di regole macroprudenziali assai penalizzanti in materia di erogazione di credito all'economia reale.

Negli ultimi venti anni il mercato azionario si è indirizzato verso un percorso di progressivo declino che tende vieppiù ad accentuarsi. La rarefazione delle nuove quotazioni, ormai quasi scomparse dal listino principale, si confronta con la crescita impetuosa dei delisting e con il trasferimento di importanti realtà imprenditoriali italiane verso ordinamenti e mercati azionari più competitivi.

A fronte di questo quadro, la delega attribuita al Governo conteneva una serie di principi e criteri direttivi e un'area di intervento potenzialmente adeguati a realizzare una profonda semplificazione e razionalizzazione della disciplina degli emittenti, ampliando gli spazi di autonomia privata nel delineare le scelte più adeguate alla società.

L'esito rispetta solo in parte queste potenzialità.

Eppure, l'evoluzione della composizione degli investitori intervenuta negli ultimi decenni, non più incentrati su una platea diffusa di investitori privati, bensì su una presenza significativa e pervasiva di fondi dotati di ampie competenze e forza di mercato, avrebbe consentito una maggiore flessibilità delle regole a vantaggio del mercato e di una più efficace governance degli emittenti.

La rigidità degli schemi normativi e la loro inderogabilità conducono a una conformazione di fatto dei modelli di governance. Tuttavia, le società quotate sono estremamente eterogenee tra loro, quanto ad assetti proprietari, dimensioni, sistemi di governo, mercati di riferimento, per cui un regime di norme imperative dettagliato e inderogabile, identico per tutte, risulta inadeguato. Lo stesso schema di decreto legislativo, del resto, sembrava riconoscerlo, predisponendo un regime opzionale più flessibile per le PMI quotate e per le società di nuova quotazione, che si qualifica come l'innovazione più significativa della riforma.

Per questo abbiamo proposto il che il principio di derogabilità delle regole sulla governance, mediante scelte statutarie, assumesse una portata più generale.

La possibilità di scegliere il proprio modello di governance e di adattarlo alle esigenze specifiche dell'impresa e dei propri soci costituisce infatti un importante fattore di

competitività. Se l'impresa è una combinazione di fattori produttivi e di soluzioni organizzative finalizzata alla produzione di beni o all'erogazione di servizi, anche le soluzioni organizzative – incluse quelle di vertice, che disciplinano i rapporti con le diverse categorie di stakeholder – possono rappresentare una chiave del successo imprenditoriale.

Ne discende l'esigenza di riconoscere, anche alle società quotate, più ampi spazi di autonomia per consentire un confronto competitivo anche sul piano organizzativo e di governance, lasciando al mercato degli investitori il compito di valutarne l'efficacia.

Un'area dove questa esigenza di ampliamento dell'autonomia è particolarmente rilevante è quella della nomina degli amministratori, dove peraltro nel processo di riforma si è determinato una sorta di incidente di percorso attraverso l'introduzione nella versione finale della Legge Capitali di una complessa disciplina per la presentazione da parte del cda uscente di una lista di candidati per la nomina del nuovo consiglio di amministrazione.

L'introduzione di questa disciplina si pone in contrapposizione con gli intenti di semplificazione e di allineamento con gli altri ordinamenti dichiarati dal governo, introducendo una serie di vincoli e di obblighi sulla nomina degli amministratori, che in quegli ordinamenti è ampiamente lasciata all'autonomia statutaria mentre nel sistema italiano era già gravata da una normativa particolarmente invasiva.

Inoltre, la nuova disciplina sulla lista del cda appariva sin da subito, e l'esperienza applicativa ne ha fornito ampia conferma, come uno strumento che finiva per interferire in particolari vicende societarie, compromettendo la chiarezza normativa e la reputazione del sistema italiano soprattutto nei confronti degli investitori istituzionali, che invece si intendevano attrarre.

La disciplina della lista del Cda introduce infatti vincoli procedurali e meccanismi di voto complessi, aumentando il rischio di contenzioso e di paralisi decisionale. In particolare, la necessità di presentare una lista sovrabbondante e la possibilità di votare individualmente i candidati anche da parte di chi non ha sostenuto la lista nella prima votazione rischiano di alterare la logica stessa del voto di lista, trasformandolo in un sistema ibrido e incoerente. Ne deriva una competizione individuale per il consenso che snatura il ruolo del consigliere e si presta a comportamenti e pratiche discutibili.

Il rischio è quello di creare incertezze operative e produrre esiti distorsivi, finendo col determinare assetti consiliari poco coerenti con le esigenze di stabilità gestionale e con il perseguimento di chiare strategie di business.

Purtroppo, queste criticità non sono state affrontate dalla riforma del TUF, che ha lasciato inalterata la disciplina introdotta dalla Legge Capitali, rendendo ancora più complesso e permeabile ad abusi e inefficienze il sistema di nomina degli amministratori nelle società quotate italiane, che resta uno dei nodi irrisolti dal processo di riforma.

Un'opportunità per riconsiderare l'approccio normativo su questo tema potrebbe essere fornita dai decreti correttivi e integrativi della riforma che il Governo ha la possibilità

di emanare nei due anni successivi alla sua approvazione.

Per quanto riguarda la disciplina sulla lista del Cda, che non trova corrispondenza in alcun ordinamento degli altri principali paesi, europei e non, la soluzione più saggia per superare i suoi effetti distorsivi sarebbe quella della sua totale eliminazione. In subordine, sarebbe almeno necessario limitare il suo ambito di applicazione alle società che non abbiano un azionariato particolarmente diffuso (ad esempio quelle con un flottante inferiore all'80%) e introdurre alcuni correttivi mirati sui principali effetti distorsivi sopra indicati, eliminando il requisito di presentare liste sovrabbondanti e limitando il voto individuale sugli amministratori ai soli azionisti che hanno votato a favore della lista del Cda.

Ma sarebbe possibile adottare anche un approccio più ambizioso.

Il sistema italiano di nomina degli amministratori che si è venuto a realizzare in Italia rappresenta già oggi un unicum nel panorama europeo: voto su liste bloccate obbligatorio, riserva di posti per le minoranze, presenza vincolata di indipendenti e, da ultimo, una regolamentazione estremamente analitica e con effetti distorsivi sulla lista del consiglio. Questa stratificazione normativa non semplifica, al contrario irrigidisce i meccanismi di governance, creando incertezze operative proprio nelle società a maggiore rilevanza sistemica.

In questo contesto, le proposte avanzate da Assonime nel position paper già citato offrono una direzione di riforma chiara e coerente. Il punto di fondo è il recupero dell'autonomia statutaria, in linea con i principi della legge delega per la riforma del TUF e con le migliori esperienze internazionali.

In particolare, occorrerebbe superare l'attuale rigidità normativa consentendo a tutte le società quotate di poter derogare alla disciplina sulle modalità di elezione e composizione del consiglio attraverso un opt-out statutario, così come era stato suggerito dalla bozza iniziale di parere delle commissioni parlamentari sul progetto di riforma. Tale autonomia dovrebbe essere esercitata nel rispetto di alcuni principi fondamentali che pure sono stati inseriti nel TUF (nuovo articolo Art. 147-bis.1), in merito alla "professionalità, rappresentatività e diversità della complessiva composizione del collegio".

Un'altra peculiarità della disciplina italiana sulle società quotate che non ha trovato una risposta adeguata nella riforma, che ne ha anzi accentuato la pervasività, riguarda l'ingerenza di norme obbligatorie sugli assetti organizzativi e sui compiti degli organi, in particolare dell'organo di controllo.

La riforma è intervenuta infatti su questi temi adottando un approccio prescrittivo e dettagliato che non appare in linea con i criteri direttivi della delega che, al contrario, indicavano l'opportunità di "semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina".

Per quanto riguarda gli assetti organizzativi, alcune nuove disposizioni accentuano la pervasività della disciplina normativa, "cannibalizzando " gli spazi presenti e potenziali

dell'autodisciplina, sia, a livello di sistema, attraverso il Codice di Corporate Governance, sia, a livello individuale, attraverso le scelte delle singole società.

Sono esempi di questo approccio:

l'introduzione del dovere di istituire un sistema di controllo interno e gestione dei rischi, identificandone i principali attori e le relative responsabilità.

le nuove norme di trasparenza sulle politiche di utilizzo e di monitoraggio delle nuove tecnologie e, in particolare, dei sistemi di intelligenza artificiale negli assetti amministrativi, organizzativi e contabili e sulla gestione dei relativi rischi.

In sede di audizione Assonime ha criticato questo approccio, sottolineando come affinché il sistema di controllo interno e gestione dei rischi possa corrispondere in modo efficace alle caratteristiche dell'impresa, la sua articolazione non dovrebbe essere identificata a priori con un determinato modello normativo, né con schemi fissi e invariabili. La cristallizzazione di precisi compiti per i soggetti coinvolti, con l'indicazione delle finalità da perseguire e degli strumenti da utilizzare a tal fine rischia, infatti, di irrigidire un sistema la cui articolazione deve essere rimessa alla piena discrezionalità degli amministratori che ne assumono la responsabilità e alle migliori prassi individuate dal mercato, già definite nel Codice di Corporate Governance.

Anche l'obbligo di trasparenza sulle politiche di utilizzo dei sistemi di intelligenza artificiale appare quantomeno prematuro, considerato che per gran parte delle società si tratta ancora di un cantiere aperto, in assenza di best practice consolidate.

Per quanto riguarda i doveri dell'organo di controllo, un primo elemento critico consiste nel fatto che la riforma ha lasciato inalterata la sovrabbondanza di responsabilità dell'ordinamento italiano rispetto a quanto previsto dall'armonizzazione europea sui compiti dell'audit committee e dagli altri principali ordinamenti. Si pensi al dovere di vigilare sulla concreta attuazione del Codice di Corporate Governance, che comporta una pubblicizzazione di fatto dell'enforcement dell'autodisciplina.

Un secondo e più rilevante elemento critico deriva non solo dal mantenimento, ma anzi dall'ampliamento, dell'obbligo per l'organo di controllo di segnalare le irregolarità riscontrate alla Consob, retaggio di una passata visione delle funzioni di amministrazione e controllo.

La nuova formulazione della norma probabilmente intendeva offrire una precisazione dell'obbligo di comunicazione, per circoscriverne le molte criticità applicative emerse negli anni, ma finisce invece per ampliare significativamente lo spazio di operatività dell'obbligo e renderne meno certi i confini. In particolare, è criticabile la previsione che impone l'obbligo di segnalazione non già "sulle irregolarità e le violazioni riscontrate", come nell'attuale art. 149, comma 3, TUF, bensì lo estende ad atti e fatti che "possano costituire una irregolarità o una violazione": tale ampliamento rende sostanzialmente evanescente il confine che determina il sorgere dello stesso obbligo di segnalazione, imponendolo anche nei casi in cui la irregolarità o la violazione sia meramente "poten-

ziale".

Al di là dell'incertezza applicativa che ne deriva, la disposizione è criticabile in sé, in quanto costituisce un unicum nella disciplina delle società quotate, che non trova alcun riscontro nel panorama europeo. Questo disallineamento diviene ancora più delicato se consideriamo che tale dovere di segnalazione è espressamente esteso anche all'organo di controllo del modello c.d. monistico, imponendo dunque un obbligo segnalazione in capo ai componenti dello stesso consiglio di amministrazione che fanno parte del comitato per il controllo sulla gestione.

Nelle società quotate, vi sono già numerosi presidi normativi a tutela della correttezza della gestione e dell'ordinato funzionamento dell'organizzazione societaria, fondati sull'attivismo dei soci e sui poteri degli organi di governo e controllo. Il rispetto dei criteri direttivi della delega di semplificazione e razionalizzazione della disciplina in linea con gli standard internazionali avrebbe quindi richiesto di eliminare tout court l'obbligo di comunicazione delle irregolarità alla Consob.

4. La riforma (avviata) del sistema sanzionatorio

Il secondo decreto legislativo, come dicevo ancora all'esame delle camere, riguarda l'attuazione della delega per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio del TUF.

L'obiettivo della delega è ambizioso e mira a una complessiva riscrittura della disciplina, sia sul piano sostanziale – con riferimento alle fattispecie e ai trattamenti sanzionatori – sia sul piano procedurale, attraverso l'introduzione di meccanismi di definizione alternativa dei procedimenti e il rafforzamento delle garanzie per i soggetti sanzionati.

Assonime, nella nota inviata alle commissioni parlamentari, ha valutato favorevolmente l'obiettivo della riforma del sistema sanzionatorio del Testo unico della finanza, considerandolo parte essenziale del più ampio progetto di modernizzazione del mercato dei capitali italiano.

Un mercato più attrattivo, efficiente e competitivo richiede infatti non solo regole adeguate per favorire la quotazione e l'attività d'impresa, ma anche un apparato sanzionatorio capace di assicurare effettività delle regole, tutela degli investitori e certezza del diritto. In questa prospettiva, lo schema di decreto legislativo contiene interventi apprezzabili, soprattutto sul piano procedurale, ma realizza solo in parte gli obiettivi della delega e rinuncia a una revisione organica dei nodi strutturali del sistema.

Il decreto introduce innovazioni significative: rafforza le garanzie del procedimento, chiarisce i tempi della contestazione, valorizza il contraddittorio, la piena conoscenza degli atti, la separazione tra istruttoria e decisione, e punta a ridurre il contenzioso attraverso strumenti di definizione alternativa. Si tratta di misure coerenti con i principi del giusto procedimento e idonee a rendere l'azione delle Autorità più trasparente, efficiente e prevedibile.

Resta però irrisolto un problema fondamentale che pure la delega intendeva affrontare: il sistema sanzionatorio del TUF continua a presentare profili di forte complessità, elevata afflittività e scarsa coerenza. Dopo anni di stratificazione normativa, molte fattispecie risultano ancora costruite attraverso rinvii e clausole generali che rendono difficile identificare con chiarezza le condotte vietate. A ciò si aggiunge un livello sanzionatorio molto severo, sia sul versante amministrativo sia su quello penale, che incide in misura significativa sulle persone fisiche e sulle imprese.

Un sistema di questo tipo rischia di compromettere i principi di tassatività, prevedibilità e proporzionalità, che dovrebbero invece costituire l'asse portante della riforma a svantaggio del nostro ordinamento nel quadro competitivo europeo.

Una criticità centrale riguarda la disciplina degli abusi di mercato, ancora fondata sul cosiddetto doppio binario penale e amministrativo. L'attuale assetto consente che il medesimo fatto sia perseguito parallelamente davanti al giudice penale e alla Consob, con duplicazione di procedimenti e sanzioni, incertezza sugli esiti complessivi e possibili tensioni rispetto al principio del ne bis in idem. Assonime ritiene che la delega offrisse l'occasione per superare questo modello, distinguendo in modo più netto le fattispecie in base al grado di offensività e costruendo un sistema più razionale ed efficiente. La mancata attuazione di questo criterio rappresenta uno dei limiti più rilevanti dello schema di decreto.

Accanto a queste criticità, si riconoscono però alcuni elementi di forte interesse.

In particolare, sono da valutare positivamente sia l'introduzione del principio di rilevanza della violazione, che può orientare l'azione delle Autorità verso le sole condotte realmente significative, evitando procedimenti per fatti marginali; sia l'estensione di strumenti sanzionatori alternativi alle pene pecuniarie, in una logica di maggiore proporzionalità e razionalizzazione del sistema.

Molto positiva è la valutazione sugli strumenti di definizione alternativa del procedimento. In particolare, il rafforzamento dell'istituto degli "impegni" che consente di chiudere il procedimento senza accertamento formale dell'infrazione né irrogazione di sanzioni, a fronte di misure idonee a rimuovere gli effetti pregiudizievoli della condotta, nonché il nuovo settlement, cioè l'applicazione concordata della sanzione.

Si tratta di passi importanti verso modelli di vigilanza più collaborativi, meno conflittuali e più efficienti.

Assonime peraltro ha sottolineato come sarebbe opportuno rafforzare ulteriormente questi strumenti, prevedendo meccanismi ancora più incisivi di conciliazione o transazione, capaci di chiudere anticipatamente le contestazioni ed evitare, ove possibile, l'adozione di provvedimenti formali con relativi effetti reputazionali. Questi modelli conciliativi, presenti in altri ordinamenti, possono contribuire a rafforzare l'efficacia del sistema sanzionatorio e a rendere più efficiente il contenzioso.

In sintesi, la riforma del sistema sanzionatorio prevista dalla bozza di decreto va sicu-

ramente nella direzione giusta, ma resta incompleta. Le innovazioni procedurali e gli strumenti deflattivi meritano di essere valorizzati, ma non bastano a realizzare quella revisione organica dell'apparato sanzionatorio richiesta dalla legge delega. Per Assonime occorre un intervento più coraggioso sui profili sostanziali: maggiore chiarezza delle fattispecie, sanzioni più proporzionate, superamento delle duplicazioni tra penale e amministrativo e piena attuazione dei principi di offensività, certezza e competitività dell'ordinamento. Solo così la riforma potrà davvero contribuire al rafforzamento del mercato dei capitali italiano.

5. Conclusioni

La riforma del TUF segna un cambio di passo importante nella politica normativa sul mercato dei capitali. Per la prima volta, dopo la sua prima adozione oltre 25 anni fa, l'intento del legislatore ha abbandonato un approccio meramente reattivo, rispetto alle crisi o agli sforzi di armonizzazione europea, ponendosi un chiaro obiettivo di recuperare la competitività del mercato dei capitali.

I risultati raggiunti, pur significativi in alcune aree, sono finora parziali e non privi di contraddizioni. Questo nulla toglie alla validità del percorso avviato, ma anzi spinge a proseguirlo, recuperando la vocazione, presente sia nel Libro Verde sia nella legge delega e in parte dimenticata nel suo esercizio, ad allineare il nostro sistema agli standard dei sistemi più competitivi, almeno in ambito europeo. È questa una condizione non solo per arrestare il declino del mercato italiano, ma anche per poter contribuire alla costruzione di un mercato dei capitali funzionale allo sviluppo dell'economia europea.

Da tempo, Assonime sottolinea come una vera soluzione al sottosviluppo del mercato dei capitali non possa che venire da un salto di qualità nell'integrazione europea. L'esperienza ha mostrato che questo problema non può essere superato attraverso una concorrenza tra gli ordinamenti dei paesi europei. Anche i sistemi più dinamici, seppure possano aver conseguito risultati positivi in una dimensione domestica, si pensi ai paesi scandinavi o all'Olanda, non sono stati in grado di assumere il ruolo di piazza finanziaria europea. Né sembrano aver avuto successo i pur rilevanti sforzi di armonizzazione europea delle regole, la cui applicazione, lasciata alla ampia discrezionalità nazionale, ha perpetuato la frammentazione.

I tentativi in atto in ambito europeo per uscire da questa impasse, ispirati dai rapporti Draghi e Letta, rappresentano un'opportunità dalla valenza esistenziale.

Le recenti proposte sul Market Integration Package e sulla disciplina di una nuova forza societaria, le EU inc, disponibile per tutte le imprese europee secondo il modello del 28° regime, sono i primi passi per un vero salto di qualità nell'integrazione europea, cui il sistema italiano può contribuire, sia sostenendo senza riserve le soluzioni più significative, sia orientando la disciplina italiana in quella stessa direzione. A questo scopo, va abbandonata l'opposizione di presunte specificità nazionali nella definizione delle regole così come l'invocazione di un principio di "prossimità" nella loro applicazione.

Il percorso, pur con una certa inevitabile gradualità, deve avere un obiettivo chiaro, coerente con la nuova strategia adottata dal Consiglio Europeo: One Europe, One Market, che significa, per il mercato dei capitali: un unico sistema di regole e un un'unica Autorità di vigilanza.

Quanto più il sistema italiano saprà partecipare a questo percorso, tanto maggiore sarà la possibilità di beneficiarne. Il rischio di un suo fallimento esiste, ma l'economia italiana sarebbe tra quelle che ne pagherebbe i costi più alti.