

VI COMMISSIONE FINANZE DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

**Testo unico della disciplina in materia di  
intermediazione finanziaria**

Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Pierluigi Ciocca

*Sintesi dell'intervento*

Roma, 5 giugno 2002

Il Testo Unico della Finanza ha segnato un progresso importante sia nella disciplina sia nella operatività dei mercati finanziari. Tale convincimento della Banca d'Italia, espresso a mo' di previsione nel gennaio del 1998 in questo Parlamento, è confermato dai risultati, a quattro anni dalla entrata in vigore della legge.

Il giudizio è confortato dal riscontro internazionale, favorevole. Ma i vantaggi si misurano soprattutto in termini di efficienza. E' salita l'efficienza operativa, ovvero la capacità dei mercati finanziari di funzionare con costi contenuti. E' salita l'efficienza informativa, ovvero la capacità dei mercati finanziari di segnalare attraverso i prezzi dove allocare le risorse e come gestire i rischi.

Il mutamento dell'industria finanziaria italiana – non solo dei mercati, ma anche degli intermediari – è stato graduale, eppure profondo. Un sistema “semplice” incentrato sulle attività tradizionali delle banche e con limitata gamma di strumenti e operatori, si è trasformato in un sistema “complesso”, nella morfologia simile - salvo che per la carenza dei fondi pensione - a quelli più avanzati.

Il processo di riforma va ora in primo luogo esteso dalla legislazione sui mercati finanziari ad altre aree del diritto dell'economia, ancor più bisognose di urgente ammodernamento: diritto commerciale, fallimentare, del lavoro, giustizia civile. Gli stessi obiettivi del TUF non potranno essere pienamente raggiunti senza dispiegare su questi fronti il disegno riformatore.

Dall'esperienza sinora fatta, come pure da vicende recenti quale quella di “Enron”, emergono motivi di riconsiderazione, forse margini di perfezionamento della legislazione. Molto spetta però al mercato, alla deontologia professionale di chi vi partecipa. E' nell'interesse primario del mercato censurare i comportamenti impropri, anche se non fraudolenti.

Nel TUF vi sono tre scelte di fondo che vanno confermate: il rilievo dato alla normativa secondaria, l'impianto della vigilanza, l'equilibrio complessivo raggiunto in tema di *governance*.

Sia il Testo Unico della Finanza sia quello della Banca attribuiscono po-

testà regolamentare alle Autorità di Vigilanza, come avviene anche in altri ordinamenti. La rapidità dei cambiamenti nel mondo della finanza e le incertezze sul suo futuro impongono, oggi più di ieri, risposte tempestive. Ad esempio, dopo “Enron” quasi tutte le correzioni necessarie negli USA verranno introdotte entro l’anno per via amministrativa, non per legge. Non potremo al di qua dell’Atlantico ignorarle, tardare nell’eventuale risposta.

Il modello di vigilanza dell’Italia – vicino al modello statunitense – è articolato fra più soggetti. Nel nostro criterio per finalità, basilare è la distinzione tra due ambiti. L’uno è quello della discrezionalità tecnica – tipica delle banche centrali – necessaria per sceverare una condizione di illiquidità da una di insolvenza, la crisi di un singolo intermediario da un focolaio di rischio sistemico; per dosare le risposte nei vari casi. L’altro è l’ambito del rispetto dei precetti di trasparenza e correttezza fissati in dettaglio dalle norme primarie e secondarie. L’impostazione vigente ha il pregio di evitare l’eccessivo concentramento, il difetto di specializzazione tecnica, il cristallizzarsi di rapporti esclusivi tra vigilante e vigilato.

Nel governo societario delle imprese “quotate” il legislatore ha compiuto scelte ponderate. L’esito non è un sistema sbilanciato verso la contendibilità, tanto da pregiudicare la stabilità del comando delle imprese maggiori. Era l’assetto di partenza squilibrato nel senso della tutela dello *status quo*.

Sulle norme specifiche in tema di emittenti si sofferma la memoria rassegnata dalla Banca d’Italia alla Commissione. Non si avanzano proposte. Si delineano *pro e contra* di alcuni aspetti tecnici delle soluzioni che la normativa ha offerto o può offrire, in particolare in tema di minoranze, OPA, deleghe di voto, informativa al mercato. E tuttavia l’opportunità delle modifiche stesse, anche di quelle minori, andrà attentamente vagliata. La stabilità del quadro giuridico è pur essa valore da salvaguardare.

La persistenza, a quattro anni dall’entrata in vigore del TUF, di concentrazioni negli assetti proprietari, coalizioni di controllo, forme piramidali, reticenze alla quotazione in borsa non prova che la riforma sia inefficace. Non si può chiedere al quadro normativo dei mercati “finanziari” – perché questo è il Testo

Unico della Finanza – di incidere direttamente e in profondità su strutture radicate nell’economia “reale”, risalenti a una primigenia carenza di capitale di rischio, ai modi con cui la sua accumulazione si è storicamente stratificata. Altri strumenti – prescindendo da quelli fiscali – devono sovvenire a questi fini: la promozione della concorrenza in senso dinamico, la stessa autoregolamentazione dei mercati finanziari privatizzati nel dettare i criteri di capitale per l’ammissione delle imprese che vogliono quotarsi.

Queste permanenze acuiscono la questione degli interessi in conflitto, che nella sua componente fisiologica è connaturata a un’economia di mercato. Valutare quelli più meritevoli di tutela, rendere simmetrica l’informazione fra le parti, è il difficile compito a cui il Legislatore è chiamato. Le considerazioni compendiate nella memoria sono volte ad arricchire di elementi utili la verifica che codesta Commissione ha opportunamente promosso.

La Banca d’Italia è onorata di aver avuto la possibilità di contribuirvi.

VI COMMISSIONE FINANZE DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

**Memoria della Banca d'Italia sul Testo unico  
in materia di intermediazione finanziaria**

Roma, 5 giugno 2002

## **IL TESTO UNICO DELLA FINANZA, QUATTRO ANNI DOPO**

<b>1. PREMESSA.....</b>	<b>1</b>
<b>2. LO SVILUPPO DELL'INDUSTRIA FINANZIARIA.....</b>	<b>3</b>
<b>3. AL DI FUORI DEL TUF: IL QUADRO GIURIDICO GENERALE DELL'IMPRESA E DEL MERCATO.....</b>	<b>6</b>
<b>4. PUNTI FERMI DEL TUF: DELEGIFICAZIONE, VIGILANZA, GOVERNO SOCIETARIO .....</b>	<b>7</b>
<b>5. LE NORME IN TEMA DI "EMITTENTI".....</b>	<b>10</b>
<b>5.1. LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO.....</b>	<b>11</b>
<b>5.2. I PATTI PARASOCIALI.....</b>	<b>18</b>
<b>5.3. LA TUTELA DELLE MINORANZE.....</b>	<b>19</b>
<b>5.4. LA SOLLECITAZIONE DELLE DELEGHE DI VOTO.....</b>	<b>21</b>
<b>6. LA VICENDA ENRON E LE RISPOSTE INTERNAZIONALI.....</b>	<b>22</b>

### **1. Premessa**

Nel gennaio del 1998, in questo Parlamento, a mo' di previsione, per la Banca d'Italia esprimevo il convincimento che il Testo Unico della Finanza segnasse un progresso importante sia nella disciplina sia nella operatività dei mercati finanziari. Quel convincimento è oggi confermato dai positivi sviluppi che la nuova regolamentazione ha concorso a determinare, a quasi quattro anni dalla entrata in vigore del D.Lgs. n. 58 del 1998 (di seguito TUF).

Il giudizio è confortato dal riscontro internazionale. Il TUF è stato internazionalmente apprezzato. Non emergono discrasie con le modalità degli ordinamenti degli altri principali paesi. Anche le soluzioni che, con fatica, si

ricercano in Europa – ad esempio per le offerte pubbliche di acquisto – sono in molti aspetti conformi a quelle del nostro ordinamento.

Ma i vantaggi della cornice regolamentare si misurano soprattutto in termini di efficienza. E' salita l'efficienza operativa, ovvero la capacità dei mercati finanziari di funzionare in concorrenza, con costi contenuti. E' salita l'efficienza informativa, ovvero la capacità dei mercati finanziari di segnalare attraverso i prezzi le direzioni secondo cui allocare le risorse e gestire i rischi. La nuova disciplina ha accresciuto la trasparenza dei mercati, imposto correttezza nei comportamenti, dato certezze agli operatori. Ha eretto presidi ai rischi di sistema, a cui la Banca d'Italia è particolarmente attenta.

Testo Unico della Finanza e Testo Unico Bancario costituiscono i capisaldi della regolamentazione sulle cui basi l'industria finanziaria italiana è parte della competizione internazionale. Condividono gli stessi principi: imprenditorialità, concorrenza, trasparenza, stabilità, apertura internazionale. Le discipline della banca e dei mercati devono essere, e oggi sono, tra loro coordinate. La loro collocazione, tuttavia, può opportunamente restare distinta, in due separati testi unici e nelle rispettive norme attuative.

La riflessione sulle strutture finanziarie si è soffermata sulla distinzione tra “sistemi orientati alle banche” e “sistemi orientati ai mercati”. Frequentemente il rapporto è stato posto in termini di prevalenza, quindi di superiorità, di un sistema rispetto all'altro. E' forse più opportuno ricondurre la questione in termini di complementarità e coerenza. Le due componenti – quella bancaria e quella dei mercati finanziari – svolgono funzioni non coincidenti, esprimono differente attitudine a finanziare investimenti caratterizzati da disuguale durata e variabilità di rendimenti, manifestano una diversa capacità di reazione nelle fasi del ciclo. Le banche sono meglio attrezzate per forme di ripartizione intertemporale del rischio. I mercati sono più idonei a offrire forme di ripartizione statica, *cross-section*, del rischio. Le banche tendono ad assorbire gli *shock*. I mercati li anticipano, li riflettono in maniera quasi istantanea.

## 2. Lo sviluppo dell'industria finanziaria

Il mutamento dell'industria finanziaria italiana – mercati, ma anche intermediari – è stato graduale, ma profondo. Un sistema “semplice”, ancora 10-15 anni fa incentrato sulla tradizionale attività delle banche e con limitata gamma degli strumenti e degli intermediari finanziari, si è trasformato in un sistema “complesso”, nella morfologia simile – salvo che per la carenza nei fondi pensione – a quelli più avanzati.

Tra il 1990 e il 2000 il rapporto tra attività finanziarie lorde e PIL è balzato da 4 a 7. L'articolazione degli operatori e la tipologia dei prodotti finanziari sono sensibilmente cresciute. Alle banche e alle società di assicurazione si affiancano società di intermediazione mobiliare, di gestione del risparmio, di investimento a capitale variabile. Il settore del risparmio gestito ha visto una crescita particolarmente rapida. Alla fine del 1997 operavano 53 società di gestione e una SICAV; alla fine del 2001 erano iscritte nel relativo albo 129 SGR e 3 SICAV. Il numero dei fondi comuni e dei comparti è più che raddoppiato (da 626 nel 1997 a quasi 1.500 nel 2001). Il patrimonio gestito è passato da 191 mld. di euro nel 1997 a 419 alla fine dello scorso anno, con un massimo di quasi 490 nel corso del 2000. Nel novero degli strumenti, di speciale rilievo è la diffusione dei prodotti “derivati”: opzioni, *future*, *swap*.

Il numero stesso dei mercati si è ampliato: la borsa, il mercato ristretto, il nuovo mercato, il mercato telematico obbligazionario, il mercato degli strumenti derivati (IDEM), il mercato dei contratti a termine sui titoli di stato (MIF), il mercato telematico all'ingrosso dei titoli di stato (MTS), il mercato telematico dei depositi interbancari (e-MID). Soprattutto, i mercati sono cresciuti in ampiezza, spessore, elasticità. Taluni, come l'MTS e il MID, per funzionalità si impongono nel confronto internazionale. Nel MTS il differenziale medio danaro-lettera è sceso su valori estremamente contenuti: 9 centesimi nell'ultimo trimestre del 1999, 6 nel 2000, meno di 5 nel 2001.

Le condizioni di inferiorità del mercato azionario sono venute meno per quanto attiene agli standard di qualità-costo dei servizi di contrattazione e di regolamento. La capitalizzazione di borsa è salita da 310 miliardi di euro a fine 1997 a 812 a fine 2000, anno in cui si situa il punto di massimo nelle quotazioni; l'incidenza rispetto al PIL – pur essa con una componente ciclica – nello stesso periodo è passata dal 30 al 70 per cento. E' stata avviata una sessione di contrattazione serale; è stato costituito il segmento STAR (Segmento titoli ad alti requisiti) per società che, fra l'altro, aderiscono al Codice di auto-disciplina della Borsa Italiana. Le società quotate erano circa 200 nel 1997, sono attualmente circa 300. Le dimensioni del listino restano ridotte in relazione al potenziale di quotazione insito nell'economia. In un mercato più liquido l'esercizio della facoltà di *exit* è più agevole e frequente. Lo testimonia la riduzione del periodo di detenzione media dei titoli azionari (da quattro anni nel 1990 a meno di uno nel 2000). L'avvicinamento alle borse più accreditate trova conferma nel ricorso sporadico alla sola quotazione all'estero da parte delle società italiane e nella convergenza delle determinanti dei corsi nel nostro mercato con quelle dei maggiori paesi dell'area.

I miglioramenti conseguiti con la nascita e lo sviluppo degli investitori istituzionali, con l'introduzione di norme volte alla correttezza e alla trasparenza dell'informativa societaria, con l'ingresso di intermediari anche esteri di alta professionalità hanno consentito al mercato mobiliare, azionario e obbligazionario, di raggiungere livelli di efficienza informativa più elevati. I prezzi correnti dei titoli incorporano, oltre alla informazione insita nei prezzi passati, quella diffusa tra il pubblico (efficienza in forma semi-forte). Incorporano altresì, almeno in taluni comparti (ad esempio i fondi comuni), l'informazione elaborata presso operatori specializzati (efficienza in forma forte).

Il TUF ha contribuito a questi progressi configurando una cornice regolamentare il cui rispetto è stato assicurato, in primo luogo per l'opera meritoria della Consob. L'attività normativa – del Parlamento, delle autorità amministrative – è soltanto una delle vie lungo le quali la politica economica

delle strutture finanziarie ha influito. Hanno concorso la promozione della concorrenza bancaria, l'azione di Vigilanza, le riforme del fisco<sup>1</sup>.

Il processo va posto in relazione anche con la fase che l'economia italiana ha attraversato dai primi anni '90. Alcuni successi sono inequivocabili: rientro dall'inflazione, riduzione del debito pubblico, nuova moneta. Tuttavia nell'ultimo decennio l'economia italiana è cresciuta poco, al disotto del suo *output* potenziale, meno di altri Paesi sviluppati. Ha vissuto con difficoltà il passaggio dal paradigma allocativo dell'"economia mista" a quello della "economia di mercato con regole", verso cui moviamo. La propensione delle imprese a investire – pur risalendo – non è stata tale da impedire la flessione nello stesso tasso di crescita del prodotto potenziale. Queste circostanze rendono ancora più rimarchevoli i progressi dell'industria finanziaria, in un contesto per questi versi non favorevole.

Nel tracciare un bilancio degli effetti del nuovo quadro normativo esteso agli assetti e alle dinamiche dell'economia reale, si impone invece cautela. La scarsa crescita dimensionale delle imprese, la struttura piramidale degli assetti proprietari, la diffusione di forme coalizionali di controllo, la ritrosia alla quotazione in borsa sono il portato di fattori risalenti nel tempo. Attribuire la persistenza di quei fenomeni a supposte carenze nella regolamentazione di banche e finanza è infondato, sviante. Soprattutto, non si può chiedere al quadro normativo dei mercati "finanziari" – perché questo è il Testo Unico della Finanza – di incidere direttamente e profondamente su strutture radicate nell'economia "reale", che storicamente risalgono a una condizione primigenia di carenza di capitale di rischio. Altri strumenti – prescindendo da quelli fiscali – devono sovvenire a questi fini. Quelli *antitrust* devono ispirarsi alla promozione della concorrenza quale forza motrice della riallocazione delle risorse in senso dinamico, oltre che alla tutela della concorrenza in senso statico. Può concorrere la Borsa stessa – privatizzata – stabilendo con i suoi poteri di

---

<sup>1</sup> Per una più ampia illustrazione si veda P. Ciocca, "La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)", Bollati Boringhieri, Torino 2000.

autodisciplina specifiche condizioni per la quotazione a seconda del configurarsi degli assetti di controllo e di partecipazione nell'impresa che vi aspira.

### **3. Al di fuori del TUF: il quadro giuridico generale dell'impresa e del mercato**

Piuttosto, dal campo bancario e finanziario l'attenzione riformatrice dovrebbe ora volgersi soprattutto ad altre aree del quadro normativo, davvero bisognose di urgente rivisitazione. Condizione essenziale per la crescita e per la competitività dell'economia è l'adeguatezza complessiva delle regole che governano l'attività d'impresa e l'operare dei mercati – in primo luogo non finanziari – dei prodotti e dei fattori. Da essa dipendono la propensione ad avviare nuove iniziative imprenditoriali e la capacità di far crescere quelle esistenti anche attraverso l'apertura delle compagini sociali al mercato. Gli stessi obiettivi sottesi all'introduzione del TUF non potranno essere pienamente conseguiti se l'area del processo riformatore non verrà estesa. Il riferimento è al diritto fallimentare, del lavoro, processuale, delle politiche per la concorrenza, del diritto societario per le imprese non quotate in borsa.

Le carenze del diritto fallimentare sono ampiamente riconosciute: ritardo nell'avvio delle procedure concorsuali, insufficiente cura per la conservazione del valore dell'impresa, attitudine sanzionatoria nei confronti dell'imprenditore, costo e lentezza degli adempimenti, modestia dei crediti recuperati. Il diritto del lavoro può – in più d'una delle norme, delicatissime, che regolano sia il mercato sia il rapporto di lavoro – meglio indirizzarsi a consentire, a promuovere, le necessarie riallocazioni delle risorse. L'inefficienza dell'amministrazione della giustizia civile si traduce in processi dall'esito incerto e comunque di durata superiore a quella di tutti i paesi europei. Costi elevati di accesso alla giustizia producono effetti negativi sulla crescita dell'intero sistema. Anche gli strumenti previsti dal TUF (azione sociale di responsabilità, ricorso al Tribunale a vario titolo) presuppongono

un'amministrazione funzionale della giustizia. L'attenzione per il meccanismo concorrenziale come presupposto fondamentale di efficienza – sia in senso statico sia soprattutto in senso dinamico – dev'essere opportunamente alimentata, estesa a ogni aspetto o istituto rilevante per il funzionamento dell'economia, privata e pubblica. Cruciale è il completamento della riforma del diritto societario lungo le linee tracciate dalla Commissione Mirone, ai cui lavori la Banca d'Italia ha con grande impegno contribuito.

#### **4. Punti fermi del TUF: delegificazione, vigilanza, governo societario**

Il TUF riflette almeno tre scelte di fondo che vanno confermate: il rilievo dato alla normativa secondaria, l'assetto di fondo della vigilanza sull'intermediazione finanziaria, l'equilibrio complessivo, nella *governance* delle società quotate, fra contendibilità e stabilità.

Sia il Testo Unico della Finanza sia quello della Banca attribuiscono potestà regolamentare alle Autorità di Vigilanza.

Alleggerire le norme di rango primario, assegnare a quelle secondarie il completamento e l'adattamento del quadro giuridico, è scelta saggia, comune agli ordinamenti di altri Paesi. La dimensione “delegificata” è ancor più utile nell'economia moderna: i rapidi e frequenti cambiamenti nei mercati finanziari e nelle condotte degli operatori impongono risposte tempestive e ben dosate. L'incertezza che connota il quadro futuro della finanza conferma la rilevanza di quelle risposte anche in prospettiva. La maggioranza delle misure che, entro l'anno, verranno prese negli Stati Uniti a seguito della vicenda “Enron” – su cui si tornerà – è di natura amministrativa, regolamentare, non legislativa.

La regolamentazione secondaria può meglio esercitarsi nel quadro dei principi e delle regole fissati nei due testi unici. In attuazione del TUF le autorità di vigilanza sono state chiamate a integrare le norme primarie in tempi

molto brevi e in ambiti molto vasti; si è trattato di uno sforzo notevole – in particolare per la Consob – che ha dato frutti.

Le Autorità rispondono del loro operato. Esso è al vaglio continuo dei soggetti vigilati e del mercato. E' sottoposto al controllo giurisdizionale.

Il modello di vigilanza del nostro Paese è basato sulla suddivisione per finalità: competizione, efficienza, attenzione ai rischi – in una parola, stabilità – da un parte, informazione, trasparenza, correttezza, dall'altra. Tale criterio è integrato da quello della ripartizione per soggetti vigilati: banche e altri intermediari, mercati, assicurazioni, fondi pensione.

Il criterio della finalità risponde precipuamente alla distinzione tra due ambiti. Il primo è quello della discrezionalità tecnica – tipica delle banche centrali – necessaria per sceverare una condizione di illiquidità da una di insolvenza, la crisi di un singolo intermediario da un focolaio di rischio sistemico, per dosare le risposte nei due casi. Il secondo è l'ambito, prossimo alla funzione giurisdizionale, del rigoroso rispetto dei precetti di correttezza prefissati dall'ordinamento in dettaglio.

L'impostazione ha il pregio di evitare l'eccessivo concentramento, il difetto di specializzazione, quindi l'inefficacia dei poteri di vigilanza, ma anche il cristallizzarsi di rapporti esclusivi tra vigilante e vigilato. Può comportare parziali sovrapposizioni, che – se non vengono ricomposte sul piano normativo – le Autorità sono chiamate a limitare coordinandosi. Ciò ad esempio avviene nella supervisione introdotta dal TUF su MTS, MID e loro strutture di servizio. Sono, questi, i mercati più rilevanti per l'attuazione della politica monetaria. Rispetto ad essi la Banca d'Italia ha accumulato una lunga esperienza operativa, ancor prima che di controllo.

Nel governo societario delle imprese quotate la disciplina dell'OPA, quelle dei patti parasociali, delle deleghe di voto, dei controlli interni, dei poteri delle minoranze si sono tutte ispirate alla ricerca di un nuovo complessivo

bilanciamento tra contendibilità e stabilità: un equilibrio corrispondente alle mutate esigenze economico-produttive del Paese, ai modelli dei mercati più evoluti, alle sollecitazioni degli operatori internazionali.

L'esito di questo processo non è un sistema oggi sbilanciato nel senso della contendibilità, con pregiudizio per la stabilità del comando nelle imprese maggiori. Squilibrato era l'assetto di partenza: l'obiettivo della stabilità aveva troppo, troppo a lungo, prevalso su quello della contendibilità, che andava quindi valorizzato.

La “*corporate governance*” delle società quotate si è allineata agli *standard* internazionali. In particolare, il TUF ha rafforzato la tutela delle minoranze, nella *voce* e nel controllo sull'operato degli amministratori. Un'adeguata tutela degli azionisti di minoranza – profili equitativi a parte – accresce la disponibilità di capitale nel mercato, si traduce in un minor costo del capitale per le imprese.

\* \* \*

In termini molto generali, l'economia italiana non ha, oggi e in prospettiva, un problema prevalente di disponibilità del “risparmio” e di costo nell'accesso ad esso. Il maggior contributo alla crescita può derivare da ciò che viene definito “residuo” (*total factor productivity*), rispetto all'incremento meramente quantitativo di capitale fisico e lavoro. Il residuo comprende fattori quali la qualità delle risorse, le modalità organizzative, il progresso tecnico, la capacità di innovare. E' in tale direzione che gli sforzi devono continuare a indirizzarsi. Un'economia già per due terzi terziaria, in cui il peso dei settori “maturi” è già rilevante, ha speciale bisogno di concorrenza e al tempo stesso di un *favor* per l'imprenditorialità che gli amministratori sono chiamati a esprimere. La legge delega di riforma del diritto societario (l. 366/2001) annovera tra i suoi obiettivi quelli di “favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese”, “valorizzare il carattere imprenditoriale delle società”,

“semplificare la disciplina”, “ampliare gli ambiti dell’autonomia statutaria”. Questa direzione è giusta.

Movendo dall’equilibrio raggiunto, la questione non va posta, come pure avviene, in termini di radicale, semplificante contrasto fra tutela degli amministratori e tutela dei finanziatori. Concorrenza e imprenditorialità, insieme, accrescono il valore delle partecipazioni azionarie in un’ottica non statica, ma dinamica; esprimono incrementi di valore che sono frutto della selezione delle iniziative decretata dal mercato. E’ questa la migliore garanzia a cui le minoranze possono aspirare. E’ l’unica che promette di allineare gli interessi dei partecipanti al capitale, di maggioranza o di minoranza, con quelli dei creditori, dei dipendenti, dei terzi.

## **5. Le norme in tema di “emittenti”**

L’agenda dell’indagine conoscitiva invita a una riflessione più approfondita su specifici temi ricompresi nella parte IV del TUF, intitolata “disciplina degli emittenti”.

Le osservazioni che seguono sono dedicate a questi temi al fine di contribuire alla verifica dello stato d’attuazione di alcune disposizioni e all’individuazione di profili perfettibili. Si delineano *pro* e *contra* di ipotesi di razionalizzazione della normativa in alcuni aspetti tecnici – soglie, tempistica, costi – in particolare per promuovere l’OPA volontaria, consolidare la tutela delle minoranze, rendere più agevole l’esercizio delle deleghe di voto, migliorare ulteriormente l’informativa al mercato. Le modifiche considerate non implicano variazioni nell’insieme di spinte e contropunte configurato dal TUF. E tuttavia l’opportunità delle modifiche stesse, anche di quelle minori, andrà attentamente vagliata. La stabilità del quadro giuridico è pur essa valore da salvaguardare.

Dall'esperienza sinora fatta, come pure da tendenze e vicende internazionali emergono motivi di riconsiderazione, margini di perfezionamento della legislazione. Ma se ne trae anche la conferma della complessiva bontà del quadro normativo italiano in tema di revisione contabile, controllo endo-societario, obblighi di informazione, trasparenza. A quel quadro devono corrispondere i comportamenti degli operatori.

La reputazione dell'impresa è determinante, soprattutto in un'economia terziaria in cui il peso di beni immateriali, il cui valore di mercato si fonda sulla reputazione di chi li utilizza, è cospicuo. Ciò vale a orientare il legislatore, ma definisce anche il limite del suo raggio d'azione. Le norme giuridiche devono ricercare soluzioni generali acconce. Il resto spetta al mercato, ai comportamenti di ogni soggetto che vi partecipi. E' nell'interesse primario del mercato, dei suoi attori, censurare i comportamenti impropri, ancorché non fraudolenti, al limite espellendo coloro che se ne siano resi responsabili.

### **5.1. Le offerte pubbliche di acquisto**

Riguardata nei suoi profili strettamente economici l'OPA è uno strumento essenziale soprattutto in mercati finanziari evoluti. Facilita l'acquisizione del controllo di una società le cui azioni sono diffuse nel mercato.

L'acquirente che non riesce a persuadere chi detiene il controllo a cederlo deve rivolgersi direttamente agli altri azionisti, individualmente. Il tentativo generalmente non ha il sostegno degli amministratori della società bersaglio, verosimilmente destinati a essere rimossi.

Una prima via è tentare di acquisire il controllo attraverso ripetuti acquisti sul mercato. In un mercato inefficiente, in cui i prezzi non riflettono istantaneamente e tempestivamente le informazioni, lo scalatore può riuscire nell'intento: sebbene i prezzi siano innalzati dai suoi acquisti, il mercato non coglie la nuova informazione, il proposito della scalata; gli azionisti, sulla base delle informazioni "precedenti", ritengono sempre congruo il corrispettivo of-

ferto, quindi cedono le azioni; anche il controllo della società, alla fine, si trasferisce. In un mercato efficiente un simile processo non avrebbe, invece, compimento. I prezzi reagiscono ben più velocemente, incorporano la nuova informazione; i singoli azionisti sono consapevoli che dalla loro scelta dipende anche il trasferimento del controllo; poiché lo scalatore non comunica il prezzo massimo che è disposto a pagare, la proiezione estrapolativa del prezzo crescente delle azioni non incontrerebbe un tetto massimo, un “ultimo” prezzo. L’offerta delle azioni può, quindi, divenire al limite infinitamente rigida, ferma a un livello che non consente il trasferimento del controllo. La probabilità dell’insuccesso è acuita dal comportamento opportunistico degli azionisti. Nella prospettiva di appropriarsi della rendita monopolistica “marginale”, essi mantengono il possesso delle azioni (*hold out*). Il tentativo di scalata fallisce. Lo scalatore ne sopporta le conseguenze, avendo fatto acquisti ad alto prezzo.

E’ nei mercati più efficienti, dunque, che l’OPA soprattutto serve. Indipendentemente dalla sua normazione, essa si caratterizza quale segnale esplicito di una volontà di acquisto: proposta generalizzata e ampiamente pubblicizzata; rivolta a una quota consistente del capitale azionario della società bersaglio; con prezzo superiore a quello di mercato, entro il limite della convenienza economica dello scalatore; con durata circoscritta; condizionata all’accettazione da parte di tanti azionisti che consentano all’offerente di acquisire il controllo.

Per la sua funzione segnaletica, l’OPA rende possibile il trasferimento del controllo. Questa potenzialità è essenziale alla riallocazione delle risorse, al fine di affidarne il comando a chi è meglio in grado di impiegarle, sotto il controllo dei mercati.

#### *5.1.1. L’offerta pubblica di acquisto (volontaria) e la sua regolamentazione*

L’OPA – volontaria, nella decisione dello scalatore di fare ricorso ad essa, libera, nei contenuti e nelle forme – viene quindi all’attenzione del legislatore. La regolamentazione deve ridurre i costi transattivi; standardizzare

procedimento e contenuti dell'offerta; rendere lo strumento ancor più visibile agli operatori. Il legislatore è soprattutto chiamato a superare alcuni inconvenienti a cui l'offerta volontaria, non normata, va incontro. L'offerente, ad esempio, può concedere un lasso di tempo troppo breve per l'adesione, modificare l'offerta in corso, peggiorandola o financo revocandola, offrire informazioni incomplete, discriminare azionisti. In un simile contesto è alto il rischio che OPA "inefficienti" abbiano successo e che quelle "efficienti" falliscano<sup>2</sup>.

Nel nostro, come negli ordinamenti degli altri Paesi, la regolamentazione dell'OPA ricerca l'equilibrio tra un'offerta certa, equa, trasparente e il non ostacolare l'iniziativa privata con oneri che disincentivino il ricorso allo strumento: di nuovo un problema di bilanciamento.

Il TUF, con le sue "disposizioni generali", ha apportato miglioramenti rispetto alla legge 216 del 1974 e alla legge 149 del 1992.

Ha delegificato, affidando alla normazione secondaria molti aspetti dello svolgimento dell'offerta. Ne ha esteso l'ambito applicativo. Ha migliorato i profili informativi. Ha imposto all'offerente di unire il documento d'offerta alla comunicazione alla Consob, accrescendo l'efficacia dei controlli di quest'ultima. Ha previsto anche per la società bersaglio l'obbligo – non più la mera facoltà – di diffondere un comunicato ai suoi azionisti sui termini dell'offerta, di esprimere una valutazione su di essa. Ha parificato le posizioni dell'offerente originario e di quello concorrente.

La legge 149/92 non ammetteva misure difensive. Ciò non trovava riscontri né in altri ordinamenti, né nelle proposte comunitarie. Il TUF le ha introdotte, subordinandole a condizioni. E' stato così eliminato uno scompenso concorrenziale, riequilibrato il rapporto tra scalatore e bersaglio, prima sbilanciato a favore del primo, rimuovendo una forma di contendibilità impropria.

---

<sup>2</sup> Sono possibili trasferimenti efficienti, nel senso che il controllo passa a soggetti in grado di produrre risultati migliori di quelli espressi dal precedente gruppo di controllo, ma anche inefficienti, seppure vantaggiosi per l'offerente dati i benefici privati che esso è in grado di estrarre dall'operazione a danno di azionisti di minoranza.

La validità delle misure difensive non è nell'indurre l'offerente a migliorare le condizioni dell'offerta, a esclusivo vantaggio degli azionisti della società bersaglio. E' in una prospettiva di lungo periodo che si colgono i benefici per i soci delle aziende quotate, complessivamente considerati. La possibilità di non accettare il prezzo offerto e quella di contrattare con gli acquirenti forniscono all'azionista gli incentivi corretti per accrescere il valore della partecipazione. Ciò aumenta l'efficienza complessiva. La possibilità di resistere protegge l'incentivo a effettuare investimenti in capitale umano "specifico all'impresa", ridimensiona il rischio che il loro valore si dissipi nel ricambio del controllo. D'altro canto, la resistenza eleva il costo delle acquisizioni; riduce la pressione disciplinante esercitata *ex-ante* dal mercato del controllo societario sulla gestione delle società. Il lancio di un'offerta ostile tende, inoltre, a divaricare gli interessi degli amministratori da quelli degli azionisti. I primi cercheranno di utilizzare gli strumenti a loro disposizione per far fallire l'offerta ed evitare di essere sostituiti; i secondi per far crescere il corrispettivo offerto.

Per questi motivi il legislatore prevede la *passivity rule*, sottopone la difesa a condizioni, chiama l'assemblea a decidere sulle tattiche difensive. La soluzione è coerente con le norme generali che attribuiscono all'assemblea la competenza a deliberare strategie che possono frustrare l'esito di un'offerta ostile (ad esempio, operazioni su azioni proprie e aumenti di capitale); trova sostegno nella dottrina; è conforme agli orientamenti comunitari (rapporto del "gruppo ad alto livello"<sup>3</sup>).

Il *quorum* per l'approvazione della delibera assembleare è fissato al 30 per cento del capitale complessivo. La scelta appare condivisibile, ferma restando l'arbitrarietà di un qualsiasi *quorum* in siffatta materia. Nel contesto italiano, connotato dalla diffusa presenza di minoranze di controllo, una soglia

---

<sup>3</sup> "Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids", Bruxelles, 10 gennaio 2002.

consistente evita che il controllante autonomamente attui misure difensive a danno degli altri azionisti.

Particolare rilievo ha assunto, anche a seguito della giurisprudenza amministrativa, la questione della decorrenza della *passivity rule*. La soluzione inizialmente fatta propria dalla Consob e quella oggetto della proposta che proveniva dall'Europa vedevano l'inizio del periodo d'offerta dalla prima comunicazione al mercato, anche se precedente la presentazione del prospetto. Qualora si intendesse intervenire sulle norme primarie, andrebbe comunque considerata l'esigenza di non dilatare la distanza di tempo tra la comunicazione e il prospetto.

#### 5.1.2. L'OPA obbligatoria

L'analisi economica suggerisce che la necessità di prevedere un'OPA obbligatoriamente estesa all'intero capitale di una società (*OPA obbligatoria totalitaria*), a un prezzo determinato secondo criteri prefissati, è correlata con i cosiddetti "benefici privati del controllo": i vantaggi che il gruppo di controllo può ricavare a danno della minoranza. E' correlata, quindi, con un certo grado di imperfezione dei mercati.

In occasione di un cambio del gruppo di controllo, si riconosce a tutti gli azionisti che alla decisione non abbiano concorso la possibilità di uscire dalla società a un prezzo, normalmente superiore a quello corrente nel mercato, comprensivo del "premio di controllo".

La tutela risponde, oltre che a un'istanza se non di equità di *par condicio* fra gli azionisti, a motivi di efficienza. Ponendo l'offerente di fronte al rischio di rilevare la totalità delle azioni della società bersaglio, scoraggia iniziative animate dall'intenzione di estrarre risorse a danno delle minoranze. Accresce *ex-ante* la propensione dei risparmiatori all'investimento nelle società quotate, ad azionariato diffuso. Riduce il costo del capitale. Tuttavia essa, aumentando l'onere delle acquisizioni, frena il ricambio degli assetti proprietari anche quando necessario alla riallocazione delle risorse.

La tradizionale presenza, nel mercato italiano, di elevati benefici privati del controllo rende opportuno l'istituto dell'OPA obbligatoria nel nostro ordinamento. L'istituto si rinviene anche nei paesi finanziariamente avanzati, con l'eccezione significativa degli Stati Uniti<sup>4</sup>. L'attuale tendenza in Europa è favorevole.

Il legislatore è comunque chiamato a realizzare il giusto *mix* degli obiettivi sottesi alla regolamentazione dell'OPA: favorire la contendibilità, salvaguardare il mercato del controllo, proteggere gli azionisti di minoranza, frenare i comportamenti opportunistici, tipici delle condotte collettive, che possono impedire OPA efficienti o favorire quelle inefficienti.

Il costo effettivo di un'OPA dipende da più fattori. Essi costituiscono altrettante leve a disposizione dello stesso legislatore: il criterio o la condizione che fa scattare l'obbligo di offerta (una soglia, l'acquisizione del controllo), la formula per calcolare il prezzo, le eccezioni all'obbligo (esenzioni specifiche, istituti quali l'offerta preventiva), la possibilità e le modalità delle misure difensive.

Il legislatore italiano ha opportunamente adoperato tali leve per pervenire a un assetto capace di contemperare gli obiettivi in giuoco. Ha razionalizzato il regime delle OPA obbligatorie della legge del 1992, riducendone il numero, chiarendone presupposti applicativi ed effetti, superando problemi interpretativi. Ha mitigato l'onerosità dell'OPA obbligatoria, prevedendo un prezzo ancorato a quello medio di mercato degli ultimi 12 mesi. Ha dato certezza agli operatori predeterminando una soglia fissa (30 per cento) quale presupposto dell'OPA totalitaria, compiendo una scelta che nel merito appare tuttora valida e in linea con quella di altri Paesi europei: una soglia troppo bas-

---

<sup>4</sup> La circostanza viene frequentemente richiamata da chi critica questo istituto. Tuttavia anche negli USA, pur non esistendo un obbligo generalizzato di OPA totalitaria, il diritto delle minoranze al premio di controllo è talvolta riconosciuto al ricorrere di specifiche condizioni e circostanze. Ad esempio, il diritto del Delaware incentiva indirettamente le offerte totalitarie qualificandole come “*non coercive*” e riducendo di fronte a un'offerta della specie – senza però eliminarli – i margini di manovra del *management* del bersaglio nell'adozione di tattiche difensive. Più in generale va notato che è riscontrabile un parziale parallelismo funzionale tra l'OPA obbligatoria e strumenti diversi propri di altri ordinamenti.

sa avrebbe accresciuto l'onerosità dell'OPA, una troppo alta avrebbe compromesso l'obiettivo della tutela delle minoranze. Ha contemplato la possibilità di più rilanci da parte dell'offerente originario e di quello concorrente.

Il TUF ha previsto casi di esenzione dall'obbligo di OPA: l'OPA volontaria preventiva totalitaria (art. 106, comma 4) e una serie di altre ipotesi (art. 106, comma 5), attribuendo opportunamente alla Consob poteri regolamentari. Ha configurato quale esimente dell'OPA totalitaria l'offerta pubblica di acquisto preventiva (art. 107 TUF). Quest'ultima esenzione è connessa con circostanze che riducono la pressione sui destinatari dell'OPA ad aderire e quindi le probabilità di successo di acquisizioni inefficienti. Il profilo dei costi nell'utilizzo dello strumento è connesso con il limite (non oltre l'1 per cento) relativo all'acquisizione di partecipazioni nell'anno precedente e in quello successivo all'offerta, con il procedimento di approvazione (cosiddetto *referendum*) da parte degli azionisti della società bersaglio, con la soglia minima – 60 per cento delle azioni ordinarie – su cui deve insistere l'offerta.

Anche la disposizione sull'acquisto di concerto (art. 109) rappresenta una significativa novità. Essa comporta l'obbligo di OPA a seguito di comportamenti coordinati fra più soggetti. E' di particolare importanza in un mercato quale quello italiano, caratterizzato da assetti di controllo di tipo "coalizionale". Rende cogente, nei fatti, l'OPA obbligatoria.

Nella disciplina dell'acquisto di concerto il legislatore deve, da una parte, pervenire a formulazioni sufficientemente ampie da non lasciar spazio – anche per il tramite dei poteri attribuiti all'Autorità di controllo – a pratiche elusive. Dall'altra parte, deve delimitare l'ambito di applicazione a un numero di casi chiaramente definito, per contenere i costi che discendono dall'obbligo di OPA e l'incertezza che viene a gravare sugli operatori.

L'OPA obbligatoria è istituito comunque costoso. Il fine è piuttosto quello che prevalga il ricorso all'OPA volontaria. Solo in prospettiva si po-

tranno valutare tempi e modi per affrancarsi dall'OPA obbligatoria, che in mercati perfetti non è indispensabile.

## **5.2. I patti parasociali**

I patti parasociali sono manifestazione dell'autonomia negoziale dei privati. Essi consentono un'aggregazione tra azionisti segnatamente al fine di acquisire ed esercitare il controllo societario. Rilevano soprattutto in economie caratterizzate da scarsità di capitali di rischio. Danno stabilità al controllo. Possono tuttavia costituire un freno al ricambio degli assetti proprietari, allorché esso si rende necessario per le sorti dell'impresa. Insieme con le offerte pubbliche di acquisto sono gli strumenti più rilevanti – anche per il legislatore – per ricercare l'equilibrio fra stabilità e contendibilità. Il TUF riconosce loro un ruolo, nel rispetto della libertà contrattuale. Al tempo stesso prevede pubblicità, sanzioni, limitazioni di durata, diritti di recesso.

Le società quotate in Borsa su cui insiste un patto di sindacato sono oggi settanta, meno di 1/3 del totale. In una ventina di esse – rappresentative di poco più del 10 per cento della capitalizzazione – il patto assicura il controllo. Il ricorso allo strumento non mostra significative variazioni dall'introduzione del TUF.

La normativa è attenta alla contendibilità quando prevede il diritto di recesso senza preavviso del partecipante al patto che intende aderire a un'OPA. Predispone particolari presidi – sino alla nullità – laddove le regole di trasparenza non siano rispettate.

Nell'insieme le soluzioni appaiono equilibrate. Nondimeno si potrebbe chiarire ulteriormente: i) se il diritto di recesso s'applica con riferimento a tutti i tipi di OPA; ii) se va riconosciuto allo stesso partecipante al patto che lancia l'OPA (attualmente il recesso è previsto per “aderire” a un'OPA); iii) se il diritto è irrinunciabile.

In sede di riforma complessiva del diritto societario può essere affrontata la questione della generale validità dei patti, questione ritenuta rilevante dalla dottrina.

### **5.3. La tutela delle minoranze**

Il TUF ha potenziato la tutela delle minoranze, prevalentemente intese come minoranze qualificate. Ha teso ad agevolare l'esercizio delle funzioni di *voice*, la partecipazione attiva alla vita societaria, il riscontro dell'operato della maggioranza e degli amministratori.

Sono state ridotte le soglie per l'attivazione di vari strumenti: convocazione dell'assemblea (dal 20 al 10 per cento), denuncia al collegio sindacale (dal 5 al 2 per cento), denuncia al Tribunale (dal 10 al 5 per cento). Per l'azione sociale di responsabilità, abbandonato il criterio dell'approvazione da parte dell'assemblea, l'esercizio è stato attribuito a una minoranza che rappresenti almeno il 5 per cento del capitale sociale. E' stata prevista la rappresentanza obbligatoria delle minoranze nel collegio sindacale. La possibilità che il voto in assemblea sia espresso per corrispondenza è stata estesa a tutte le società quotate. Alle società è stata riconosciuta la facoltà di rendere ancora più efficaci i meccanismi di tutela, riducendo le soglie di legge con previsione statutaria.

Per l'Italia, dopo l'introduzione del TUF l'indice impiegato per misurare il grado di protezione degli azionisti di minoranza (in una scala da 0 a 6) è salito da un valore molto basso al livello (5) dei paesi dell'Europa continentale. I paesi con un ordinamento più "protettivo" degli azionisti di minoranza hanno in generale un mercato azionario sviluppato, ampia disponibilità di finanziamenti per le imprese, cospicua distribuzione di dividendi, elevato valore di mercato delle imprese, minori "benefici privati" del controllo, bassa concentrazione della proprietà.

L'effettivo utilizzo dei nuovi strumenti da parte delle minoranze è rimasto modesto. L'azione sociale di responsabilità e la sollecitazione delle deleghe non sono state utilizzate. Le società non hanno incoraggiato l'attivismo dei soci di minoranza attraverso l'autonomia statutaria: i casi in cui i *quorum* sono stati fissati al di sotto di quelli stabiliti dalla legge sono rari. Poche sono le società che hanno optato per un collegio sindacale con un numero di membri superiore a tre.

Dallo scarso ricorso a questi strumenti non discende un giudizio necessariamente negativo sulle scelte normative del TUF. Quegli strumenti svolgono un ruolo rilevante di deterrenza. La "pressione" esercitata *ex-ante* sulla condotta della maggioranza e degli amministratori costituisce un meccanismo di *governance* meno costoso del ricorso *ex-post* a specifici strumenti di tutela. Né lo scarso utilizzo può essere ricondotto alla struttura proprietaria degli investitori istituzionali. Nel nostro ordinamento vige un obbligo rigoroso di separazione tra Banca e Industria, teso ad evitare che le banche siano *captive* rispetto a singole imprese, partecipate o finanziate direttamente o indirettamente. Il grado di concorrenza nel settore bancario è cresciuto nell'ultimo decennio, in linea con la media europea. Le relazioni bilaterali di debito-credito tra banche e imprese sono caratterizzate da un elevato tasso di ricambio. E' invece doveroso sottolineare ancora il ruolo pur sempre modesto dei fondi pensione fra gli investitori istituzionali.

Al fine di incentivare l'attivismo delle minoranze una possibilità da valutare è quella di introdurre, anche nel nostro Paese, il diritto di una minoranza qualificata di richiedere l'inserimento di un argomento nell'ordine del giorno di un'assemblea convocata non per sua iniziativa. A tale strumento fanno diffuso ricorso gli investitori istituzionali negli Stati Uniti, dove il *quorum* per esercitare il diritto è lasciato alle previsioni degli statuti. La stessa facoltà è consentita in Francia, con una percentuale di diritti di voto che varia

dallo 0,5 al 5 per cento, in Germania e Regno Unito con diritti di voto pari al 5 per cento.

Altri aspetti che possono assumere rilievo allo stesso fine sono quelli del deposito delle azioni per poter intervenire in assemblea (almeno 5 giorni prima), della soglia (10 per cento) per la richiesta di convocazione dell'assemblea stessa, dei presupposti per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità.

#### **5.4. La sollecitazione delle deleghe di voto**

Dall'indagine comparativa emergono due modelli di rappresentanza azionaria. Il modello "istituzionale", tedesco, propone l'esercizio della procura di voto nell'esclusivo interesse dell'azionista delegante e di fatto si caratterizza per l'acquisizione stabile delle deleghe da parte delle banche depositarie. Il modello "concorrenziale", statunitense, vede invece la raccolta delle deleghe come attività "di parte", rispondente all'interesse di ciascun promotore, volto alla competitiva acquisizione del consenso assembleare.

Il TUF opta per il modello concorrenziale con adattamenti del "*proxy voting system*" statunitense al contesto italiano. In tale prospettiva va vista la riserva ai soci titolari di una partecipazione qualificata, e non anche agli amministratori, della legittimazione a promuovere la sollecitazione delle deleghe, come pure la scelta di affidare a un intermediario abilitato le attività connesse con la materiale realizzazione delle operazioni.

Fra le ragioni dello scarso ricorso all'istituto possono esservi le spese a carico del committente per la sollecitazione delle deleghe e il requisito dell'iscrizione nel libro dei soci da almeno sei mesi per l'azionista committente.

## **6. La vicenda Enron e le risposte internazionali**

L'analisi sin qui svolta conferma la validità generale del Testo Unico della Finanza. Non denuncia gravi carenze. Riconosce il contributo che esso ha dato allo sviluppo dell'industria finanziaria italiana. Non pare richiedere cambiamenti strategici, d'indirizzo. Ciò non esclude che a fronte dei movimenti e degli eventi nel mondo della finanza, mentre i principi e gli equilibri delle norme vigenti restano validi, specifici dispositivi possano richiedere aggiustamenti, al di là di quelli già considerati per la disciplina degli emittenti.

A conclusione di questa memoria si registrano quindi alcuni accadimenti recenti, talune tendenze, nei mercati internazionali che potrebbero richiedere risposte anche sul piano normativo, oltre che su quelli amministrativo e dei comportamenti.

Delle implicazioni della vicenda Enron si è discusso in numerose sedi internazionali: Comitato di Basilea, IOSCO, Financial Stability Forum (l'organismo di sintesi dell'azione di vigilanza nel G-7). La questione è stata all'attenzione dei Ministri e dei Governatori a Washington a fine aprile. Il punto verrà fatto al Financial Stability Forum previsto per settembre a Toronto.

L'idea di fondo resta quella secondo cui la sollecitazione alla produzione delle informazioni poggia soprattutto sul "premio" di mercato: una condotta corretta e trasparente è indotta dal vantaggio che l'impresa può ritrarre da tale comportamento. Tuttavia i meccanismi di mercato non sono sempre sufficienti. Soprattutto in situazioni patologiche gli incentivi possono essere distorti; gli operatori possono non avere interesse a divulgare informazioni corrette, bensì a occultarle o a manipolarle.

Gli obblighi informativi, sia continui sia periodici, e la concorrente azione della Vigilanza sono quindi indispensabili. Del pari è costante l'esigenza di adeguare tempi e contenuti dell'informazione ai mutamenti dei

mercati. Al riguardo negli Stati Uniti dopo Enron sono allo studio, nel dettaglio, le seguenti, principali ipotesi di modifica degli obblighi informativi:

- anticipare la diffusione dell'informazione societaria: quella annuale da 90 a 60 giorni dalla data di chiusura dell'esercizio, quella trimestrale da 45 a 30 giorni. In Italia questi tempi sono più lunghi;
- disporre la pubblicazione dei *reports* sui siti *Internet* delle società con quella stessa tempistica;
- prevedere un'informazione societaria articolata in diversi "strati", movendo da un livello estremamente sintetico verso quelli anche molto analitici, al fine di rendere l'informazione fruibile da parte di soggetti con differente bisogno informativo e capacità di analisi dei dati. Quanto una contabilità anche semplificata sia opportuna è evidente, in tutte le economie;
- accrescere la trasparenza delle compravendite effettuate dagli *insider*, rendendo molto più tempestiva la relativa comunicazione (entro 1 o 2 giorni). Si tratta di operazioni che non rientrano tra quelle disciplinate come "*price sensitive*", ma la cui conoscenza è rilevante per l'integrità del mercato. In Italia sono allo studio misure per rendere più tempestiva e completa l'informazione che attualmente viene fornita, in via non continuativa, nelle relazioni di bilancio;
- ampliare sensibilmente la casistica dell'informazione continua a cui le società quotate sono, negli Stati Uniti, soggette (alle 5 tipologie attuali se ne aggiungerebbero una dozzina) ricomprendendovi la modifica del *rating*, le variazioni nel *top management*, l'acquisizione o la perdita di contratti o clienti rilevanti, le modifiche riguardanti i piani che prevedono prestazioni a favore dei dipendenti. Anche in questo caso è evidente l'opportunità che l'indirizzo si generalizzi;
- anticipare la comunicazione delle informazioni continue, entro i due giorni dalla circostanza che origina l'obbligo di comunicazione.

Parallelamente all'accrescimento degli obblighi informativi la SEC ha sollecitato un sistema sanzionatorio più efficace per reprimere la violazione degli obblighi e per svolgere una più incisiva funzione deterrente.

Nell'impostazione contabile statunitense, inoltre, le regole saranno rese meno prescrittive e minuziose, più orientate a principi generali. Il problema si è posto soprattutto con riferimento alla questione del "controllo" e al consolidamento delle cosiddette "*special purpose entities*", utilizzate dall'impresa principale. L'attuale normativa italiana sul bilancio consolidato riconosce, coerentemente con le direttive comunitarie, situazioni di controllo di fatto (influenza dominante), oltre a quelle di diritto. La disciplina dei bilanci bancari, da noi, è già opportunamente basata sul principio della prevalenza della sostanza sulla forma. Analoghe impostazioni sono presenti nei principi contabili che dovranno applicarsi in Europa dal 2005 a tutte le società quotate.

E' emersa l'intenzione di rendere più stringente l'obbligo di contabilizzare in conto economico il costo delle *stock option*, tanto diffuse negli Stati Uniti. La modalità di rappresentazione in bilancio di tale strumento deve essere coerente con il suo impiego. I principi contabili statunitensi, pur imponendo la rilevazione in conto economico delle *stock option* utilizzate come forme di remunerazione di manager e dipendenti, dettano criteri alternativi di calcolo da cui non sempre emerge un costo per le imprese. Stime della FED hanno mostrato che nei bilanci delle società i costi sono stati di molto sottostimati, i risultati di esercizio distorti. Sebbene la diffusione delle *stock option* in Italia non sia paragonabile a quella degli Stati Uniti e di altri paesi, il problema si pone. Il nostro ordinamento, come altri in Europa, non prevede obblighi specifici di rilevazione in conto economico delle *stock option*.

Sul fronte della *corporate governance* negli Stati Uniti dovrà prevalere una maggiore responsabilizzazione di amministratori e direttori delle società. Essi dovrebbero avere una più chiara comprensione del loro ruolo; le conseguenze per chi fra loro non osservi i doveri fiduciari potrebbero divenire più severe.

Si cercherà altresì di porre rimedio al problema della sistematica sopravvalutazione degli utili delle imprese statunitensi previsti dagli analisti finanziari. Anche in questo caso si agirà sul profilo dell'informazione e della trasparenza. Si dovranno rendere disponibili *database* che consentano una più agevole verifica *ex-post* della correttezza delle previsioni formulate e quindi far leva sulla sanzione reputazionale.

Queste informazioni d'ordine comparato arricchiscono la messe di elementi utili alla verifica dell'adeguatezza delle nostre norme, verifica che codesta Commissione ha opportunamente promosso.

La Banca d'Italia è onorata di aver avuto la possibilità di contribuirvi.