

Va segnalato che anche il recente regolamento comunitario recante lo statuto della società europea, il quale prevede la possibilità di scelta tra due modelli, l'uno di carattere dualistico, caratterizzato dalla presenza di un organo di direzione e di un organo di vigilanza e un sistema monistico con ripartizione delle funzioni in seno al consiglio di amministrazione.

La nuova normativa dei controlli introdotta dal D.Lgs. n. 6 del 2003 richiederà, peraltro, un'opera di coordinamento con la disciplina del TUF.

In particolare, la CONSOB ha evidenziato l'esigenza di un chiarimento normativo in merito alla applicabilità agli amministratori indipendenti e al consiglio di sorveglianza, rispettivamente nel caso del modello monista e di quello dualista, della previsione del TUF per cui gli statuti delle società quotate devono consentire una rappresentanza delle minoranze nel collegio sindacale.

Sebbene le nuove disposizioni del codice civile relative al collegio sindacale, trovano in via di principio applicazione, in quanto compatibili, ai soggetti che esercitano i poteri di controllo secondo i due nuovi modelli sarebbe opportuno, sempre secondo la CONSOB, affermare in via legislativa l'estensione delle regole relative alla rappresentanza delle minoranze, tenuto conto dell'importanza della disposizione.

Nel corso dell'indagine conoscitiva, i soggetti auditi intervenuti, hanno espresso la convinzione per cui, in linea di principio, la separazione di funzioni operata dal testo unico ha consentito un miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza del sistema dei controlli. In particolare, la Consob, la quale con alcuni provvedimenti attuativi ha provveduto a chiarire il ruolo e i doveri del collegio sindacale, ha osservato che, dopo un primo periodo di «adattamento», il quadro normativo vigente appare adeguato ai principi e agli obiettivi cui il legislatore ha voluto ispirarsi nella riforma del testo unico della finanza.

Sempre secondo la Consob, gli stessi collegi sindacali, dietro sollecitazione dell'autorità di vigilanza, hanno dimostrato una tendenza ad una maggiore collaborazione. Si è registrata, infatti, una netta crescita nel numero delle segnalazioni trasmesse dai sindaci alla Consob in merito alle irregolarità commesse dagli amministratori.

4.2. La revisione contabile.

I nodi problematici che sono emersi nel corso delle audizioni riguardano principalmente, alla luce della vicenda Enron, la disciplina della revisione contabile.

In via preliminare occorre osservare che dalle audizioni è emerso con chiarezza come sia le istituzioni nazionali e comunitarie che gli operatori del settore ritengono necessario adottare in sede comunitaria misure e strumenti che garantiscano un approccio comune ed efficace.

Al fine di conseguire tali obiettivi l'approccio che le istituzioni comunitarie sembrano privilegiare per garantire un grado maggiore di efficienza del sistema dei controlli e della revisione non consiste

soltanto in interventi legislativi ma anche e soprattutto nel ricorso a raccomandazioni o a strumenti di autodisciplina che sviluppino una maggiore collaborazione e incoraggino il rispetto di un comune codice deontologico di tutti gli operatori finanziari.

La necessità di un miglioramento dei meccanismi di controllo societario in termini di efficacia era già previsto tra gli obiettivi del Piano d'azione dei servizi finanziari del 2001 ma ha ovviamente assunto un rilievo maggiore dopo il caso Enron.

Nell'ottica di garantire *standards* di qualità sempre più elevati nella funzione di revisione dei conti in sede europea è stata approvata la raccomandazione 2001/6942, prevista dal Piano d'azione dei servizi finanziari, finalizzata a garantire l'indipendenza dei revisori contabili che prevede anche una sorta di codice deontologico. La Commissione europea nella raccomandazione si è riservata tre anni di monitoraggio prima di intervenire se necessario sul piano legislativo.

Nella medesima direzione si colloca l'ampliamento del mandato del richiamato gruppo Winter e i lavori del Comitato per la revisione contabile dell'Unione europea allo scopo di definire fra le altre questioni quella relativa alla individuazione dei requisiti minimi per una corretta attività di vigilanza sulla professione del revisore contabile

Si ricorda, inoltre, che una intesa attività di studio e consultazione è assicurata, in tale ambito, a livello europeo dall'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) che opera in collaborazione con la Commissione europea per il recepimento dei principi contabili internazionali fissati dallo IASB (*International Accounting Standard Board*) e, in Italia, dall'OIC (Organismo italiano di contabilità) che in accordo con l'EFRAG valuta l'applicabilità dei principi internazionali nel nostro ordinamento ed elabora quelli per le società non quotate.

Quanto alle valutazioni emerse con specifico riferimento all'ordinamento italiano, è stato evidenziato, in linea generale, come il nostro paese disponga di un impianto normativo che, sia sotto il profilo delle incompatibilità di funzioni per i revisori esterni sia per i criteri di redazione del bilancio consolidato, risulta più efficace di quello americano, ma necessita comunque di adeguamenti ed integrazioni.

Particolare attenzione assumono, al riguardo, le considerazioni formulate nel corso delle audizioni in merito alle questioni concernenti il conflitto di interesse derivante dalla coincidenza in capo allo stesso soggetto di funzioni di consulenza e di revisione.

Su questo specifico aspetto è emerso, anzitutto, la necessità di evitare, in osservanza dell'articolo 3 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136, e degli orientamenti espressi dalla Consob in alcune recenti sue Comunicazioni relative all'accertamento delle situazioni di incompatibilità, qualsiasi commistione fra attività di consulenza e di revisione.

D'altra parte, è stata posta in rilievo, soprattutto da parte delle associazioni degli intermediari, la rilevante lacuna normativa determinata dalla mancata emanazione del regolamento del ministro della giustizia di cui all'articolo 160 del TUF sulle incompatibilità dei revisori.

Ulteriori interventi normativi dovrebbero riguardare l'adeguamento del sistema sanzionatorio. Al riguardo, la Consob ha segnalato inoltre l'incompletezza del sistema sanzionatorio disegnato dal testo unico che non prevede sanzioni amministrative a carico della società di revisione ma solo a carico del singolo revisore.

Una significativa rilevanza ai fini dell'adeguamento della normativa esistente, assumono le indicazioni contenute nella relazione conclusiva presentata nel settembre del 2002 dalla Commissione di studio presieduta, dal prof. Galgano (2) istituita presso il Ministero dell'economia e delle finanze al fine di valutare le modifiche necessarie a livello di legislazione primaria e secondaria, in seguito alla vicenda Enron.

La commissione di studio ha concentrato i suoi lavori in particolare sui profili dell'indipendenza delle società di revisione, sull'attendibilità delle analisi finanziarie, sulla trasparenza della situazione economica della società quotata e sulle regole di *corporate governance*.

La commissione ravvisa nei regolamenti della Consob lo strumento più idoneo a garantire interventi rapidi per tutelare il corretto funzionamento dei mercati finanziari. In particolare, si auspica, con riferimento alla indipendenza delle società di revisione, un ampliamento dei poteri regolamentari della Consob al fine di introdurre le seguenti modifiche: previsione del concetto di rete della società di revisione con estensione delle regole sulla pubblicità, divieto di conferire ai soggetti componenti la rete incarichi diversi dalla revisione; pubblicità dei relativi compensi; estensione alle cariche e ai rapporti di lavoro nelle società del gruppo del c.d. periodo di « *cooling-off* » previsto dall'articolo 3 del decreto del Presidente della Repubblica n. 136 del 1975.

Si raccomanda altresì l'attuazione dell'articolo 160 del TUF mediante l'emanazione del regolamento del ministro della giustizia sulle incompatibilità delle società di revisione e del responsabile della revisione.

Sempre con riferimento all'indipendenza delle società di revisione la commissione Galgano prospetta una nuova disciplina del conferimento dell'incarico (proposta da parte degli amministratori all'assemblea di una terna di nominativi e parere motivato del collegio sindacale) e della sua durata (massimo sei anni e non immediatamente rinnovabile).

La relazione conclusiva prevede che, sempre con regolamento Consob, sia richiesta la pubblicazione dei piani di *stock options*, mentre individua nella nota integrativa al bilancio lo strumento per assicurare l'informazione contabile sulle *special purpose entities*, sottolineando in generale la necessità di accrescere la tempestività delle informazioni societarie periodiche.

Quanto al profilo del conflitto di interessi, si propone l'introduzione di procedure dirette a garantire la trasparenza della gestione e,

(2) La commissione è stata istituita con DM del ministro dell'economia e delle finanze del 9 aprile 2002, presieduta dal professor Francesco Galgano ha concluso la sua relazione finale in data 27 settembre 2002.

sul piano normativo, la previsione di sanzioni a carico degli amministratori delle società per il fatto della omessa rilevazione del conflitto a prescindere dal danno alla società

La Commissione ritiene che, in base agli elementi acquisiti nel corso delle audizioni, possa essere condiviso il giudizio per cui l'ordinamento italiano e, più in generale, gli ordinamenti europei, dispongono di un impianto normativo che, segnatamente sotto il profilo della indipendenza e delle incompatibilità di funzioni per i revisori esterni, appare sicuramente più adeguato di quello statunitense.

Ciò nondimeno, risulta evidente l'esigenza di adottare ulteriori interventi che rafforzino, tenendo conto dei profili di criticità emersi dalla vicenda Enron, l'indipendenza dei revisori contabili e evitino qualsiasi commistione fra attività di consulenza e di revisione.

Già nel parere espresso, nel dicembre 2002, sullo schema di decreto legislativo per la riforma delle società di capitali e cooperative, la VI Commissione Finanze ha indicato, tra le condizioni, l'esigenza che la normativa secondaria di attuazione, definita dall'autorità di vigilanza, stabilisca, in funzione delle differenti esigenze di tutela e di trasparenza connesse con il ricorso al mercato dei capitali di rischio, ed anche sulla base della Raccomandazione della Commissione europea del 16 maggio 2002, una disciplina più puntuale ed organica della materia, indicando in particolare:

le modalità per il conferimento dell'incarico alla società di revisione;

le modalità ed i limiti per il conferimento di incarichi diversi da quello di revisione;

le tipologie dei rapporti tra società di revisione ed altre società che possono pregiudicare l'indipendenza dell'attività di revisione;

la disciplina relativa ai casi di passaggio di personale della società di revisione alla società sottoposta a revisione;

il regime di pubblicità dei compensi corrisposti dalla società sottoposta a revisione alla società di revisione, anche con riferimento, nel caso di revisione del bilancio consolidato, ai compensi percepiti dalla società di revisione e dalle sue controllate, controllanti o collegate per i servizi prestati ad altre società comprese nel consolidamento.

L'esigenza di introdurre una normativa dettagliata che contempli gli aspetti sopra richiamati deve essere senz'altro ribadita in questa sede.

Accogliendo i rilievi formulati da alcuni dei soggetti auditi, è auspicabile, inoltre, un rafforzamento del sistema sanzionatorio disegnato dal testo unico, soprattutto per quanto attiene alla introduzione di adeguate sanzioni amministrative anche a carico della società di revisione e non soltanto del singolo revisore.

5. La disciplina del trattamento contabile di determinate attività e transazioni alla luce della vicenda Enron.

Con specifico riguardo alle questioni poste dalla richiamata vicenda ENRON, il dibattito sviluppatosi nel corso delle audizioni ha

avuto lo scopo di verificare la adeguatezza della normativa vigente in materia di trattamento contabile di determinate operazioni e transazioni.

La società Enron, come si è già accennato, ha celato consistenti debiti e ha simulato profitti inesistenti mediante il ricorso alle *special purpose entities* - SPE, vale a dire soggetti giuridici autonomi costituiti per il compimento di specifiche attività o transazioni che secondo le regole contabili americane non sono state contabilizzate nel bilancio consolidato.

In particolare, per quanto attiene all'impianto normativo, dalle audizioni è emersa l'opinione prevalente per cui, in linea generale, in Europa, e quindi anche nel nostro Paese, esistono maggiori garanzie che riducono in misura sensibile, pur non escludendolo, il rischio di crisi finanziarie di gravità analoga a quelle verificatesi negli Stati Uniti.

In primo luogo, occorre considerare che la normativa italiana in materia di bilancio consolidato, la quale è stata dettata in sede di recepimento della settima direttiva europea in materia societaria, attribuisce eguale rilevanza oltre che al controllo di diritto anche al controllo di fatto. Tale previsione, ispirata al principio della prevalenza della sostanza sulla forma, assicura che la situazione patrimoniale di *special purpose entities* eventualmente create sia correttamente contabilizzata nel bilancio consolidato.

In secondo luogo, è stato posto in rilievo, anche in occasione degli incontri che la Commissione finanze ha svolto nel corso della missione a Bruxelles e a Francoforte, come la presenza in ambito europeo di una normativa più generale e meno dettagliata di quella statunitense, lungi dal costituire un difetto o una lacuna nel sistema, garantisce una maggiore flessibilità all'applicazione della medesima normativa, soprattutto con riferimento a fattispecie nuove o atipiche, rendendo meno agevoli comportamenti elusivi e fraudolenti.

Il maggior limite del c.d. sistema americano dei GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) è, infatti, quello di essere articolato in numerose regole ed esenzioni di natura dettagliata (*bright lines*), riferite a specifiche fattispecie, le quali possono risultare inidonee a fornire una disciplina adeguata in presenza di una rapida evoluzione dei mercati finanziari e, proprio perché caratterizzate da una maggiore rigidità, si prestano a pratiche elusive.

In terzo luogo, i soggetti auditi hanno concordato nel rilevare che, ai fini di un corretto funzionamento del mercato non può essere considerato sufficiente il formale e rigido rispetto delle norme ma anche il grado di sensibilità di tutti operatori finanziari coinvolti.

Al riguardo è stato rilevato, tra gli altri dalla Consob e dalla Banca d'Italia, come nella evoluzione della vicenda Enron abbia avuto un'importanza decisiva, oltre che la richiamata inadeguatezza dell'impianto normativo, anche e soprattutto la carenza di professionalità e correttezza deontologica nei comportamenti degli amministratori delle stessa società Enron e delle società incaricate della revisione, nonché in una certa misura anche dagli analisti finanziari.

Con specifico riferimento al trattamento contabile di determinate operazioni, la Commissione prende atto della valutazione complessivamente positiva in merito alla maggiore attitudine dell'apparato

normativo presente in Europa e nel nostro Paese a prevenire l'occultamento di debiti e la simulazione di profitti inesistenti, segnatamente mediante il ricorso a *special purpose entities* non incluse nel bilancio consolidato.

La Commissione considera, a tal fine, fondamentale la piena applicazione nel nostro ordinamento del regolamento comunitario recante principi contabili internazionali (*IAS-International accounting standards*) relativi alla redazione dei bilanci delle società quotate che dovranno essere adottati a partire dal 2005.

I principi appaiono idonei, secondo le valutazioni acquisite dalle audizioni, ad assicurare un grado ancora maggiore trasparenza e attendibilità dei bilancio, soprattutto in quanto prevedono « esenzioni » dal consolidamento molto ridotte.

La Commissione auspica, in particolare, che all'adozione del regolamento comunitario faccia seguito l'applicazione del comma 2 dell'articolo 117 del testo unico della finanza, rimasto fino ad ora inattuato, che demanda ad un regolamento del Ministro della giustizia, di concerto con il ministro dell'economia e delle finanze, l'individuazione dei principi contabili internazionali che le società emittenti di strumenti finanziari possono utilizzare per la redazione dei bilanci consolidati.

6. *Gli analisti finanziari.*

Nel corso dell'indagine conoscitiva la Commissione, ha ritenuto, anche alla luce della vicenda Enron, di dedicare una specifica attenzione in merito alla attività degli analisti finanziari, che, in quanto idonea ad orientare le strategie e le decisioni di investimento degli intermediari e dei singoli risparmiatori, assume un ruolo cruciale ai fini di un corretto e trasparente funzionamento dei mercati finanziari.

La materia, peraltro, è oggetto di particolare approfondimento e di ulteriori apposite attività conoscitive da parte della VI Commissione Finanze nell'ambito dell'esame in sede referente della proposta di legge 3227 dell'On Lettieri.

La pdl 3227, prospettando la modifica dell'articolo 5 del TUF, stabilisce che predisposizione e la divulgazione di studi, ricerche, raccomandazioni o rapporti aventi per oggetto strumenti finanziari da chiunque e sotto qualsiasi forma svolte debbano essere consentite ai soli soggetti in possesso di specifiche e comprovate esperienze e professionalità, definite con successivo regolamento della CONSOB.

Gli elementi di conoscenza e di valutazione acquisiti nel corso delle audizioni hanno evidenziato alcuni rilevanti profili di criticità dell'analisi finanziaria, quali, in particolare la forte prevalenza di consigli operativi « *Buy* », la sostanziale assenza di studi negativi, l'uniformità dei giudizi espressi negli studi, la difficoltà e la lentezza con cui essi mutano i medesimi giudizi nonché i più generali problemi discendenti dai conflitti di interesse.

A tale ultimo riguardo, la recente esperienza degli Stati Uniti sembra dimostrare l'insufficienza degli strumenti di autoregolamentazione e della mera previsione in capo agli intermediari, dell'obbligo

di porre in essere delle « muraglie cinesi » (*chinese walls*), le quali dovrebbero assicurare la neutralità dell'analisi impedendo la circolazione e lo sfruttamento delle informazioni disponibili a ciascun comparto dell'organizzazione degli operatori polifunzionali.

La Commissione prende atto dell'assenza nel nostro ordinamento di una normativa organica in materia e ritiene, pertanto, necessaria ed urgente l'introduzione di una disciplina dell'analisi finanziaria che affronti le questioni connesse ai requisiti per lo svolgimento della relativa attività e, soprattutto, il problema dei conflitti di interesse.

Con riferimento a questi ultimi aspetti, sarebbe necessario adottare disposizioni adeguate sia sotto il profilo della comunicazione al pubblico dell'esistenza delle situazioni di conflitto sia sotto il profilo della prevenzione dell'insorgenza di situazioni di conflitti di interessi.

La Commissione rileva, peraltro, che, anche in considerazione della natura e dell'ambito dell'analisi finanziaria e della diffusione dei relativi studi e informazioni, l'elaborazione di una disciplina in materia dovrà tenere conto delle iniziative intraprese a livello comunitario, segnatamente con riguardo al recepimento della direttiva sugli abusi di mercato e alla proposta di modifica della direttiva sui servizi di investimento.

7. Istituti di tutela delle minoranze.

Le norme contenute nel TUF in materia di tutela delle minoranze, sono state emanate in attuazione del principio direttivo indicato all'articolo 21, comma 4, della legge n. 52/96.

La delega contenuta nel citato comma 4 ha attribuito notevole importanza alla materia in esame. Infatti, nel dettare in maniera generica i principi direttivi sulla disciplina dei mercati finanziari e mobiliari, ha disposto uno specifico riferimento al riordinamento in materia di poteri delle minoranze azionarie.

La disciplina contenuta nel TUF rappresenta un regime speciale, applicabile alle sole società quotate nei mercati regolamentati, diretto a rafforzare i poteri e la partecipazione degli azionisti di minoranza già disciplinato, per la generalità delle società, dal codice civile.

Nel corso dell'indagine è stata constatata una scarsa applicazione dei nuovi istituti di partecipazione e tutela della minoranza azionaria.

I soggetti auditi hanno concordato nell'osservare che lo scarso ricorso ai richiamati strumenti non sarebbe, in linea generale, riconducibile di per sé alle caratteristiche strutturali della disciplina introdotta dal TUF, la quale risulterebbe, anzi, complessivamente adeguata, sebbene suscettibile di miglioramenti.

In particolare, secondo quanto indicato da alcuni dei soggetti intervenuti, la scarsa partecipazione alla vita della società sembrerebbe dovuta, in larga misura, all'atteggiamento dei soggetti investitori i quali, assumendo un ruolo di puri risparmiatori, acquistano le azioni in funzione della redditività attesa attribuendo una importanza marginale alla scelta della società partecipata.

Da un punto di vista strettamente giuridico, è stato peraltro rilevato che la nuova disciplina non agevolerebbe l'utilizzo dei poteri concessi alla minoranza per effetto della complessità ovvero della onerosità di alcuni adempimenti previsti.

D'altra parte, nelle valutazioni dei vari soggetti intervenuti, non è mancata la preoccupazione dovuta al rischio di un uso strumentale dei poteri attribuiti alla minoranza azionaria, il cui eccessivo utilizzo potrebbe rappresentare un ostacolo al normale svolgimento dell'attività della società partecipata. In particolare, secondo l'Assonime, le alte soglie di partecipazione previste dal TUF (10 per cento del capitale sociale per la convocazione assembleare e 5 per cento del capitale sociale per l'azione di responsabilità) risponderebbero principalmente alla finalità di incentivare la gestione collettiva da parte degli investitori istituzionali e sarebbero solo in via secondaria, dirette a tutelare i piccoli risparmiatori. Tuttavia, sempre secondo l'Assonime, gli investitori istituzionali hanno dimostrato, nei tre anni dall'entrata in vigore del TUF, uno scarso interesse alla partecipazione alla vita della società.

Con riferimento a questo ultimo aspetto, i soggetti intervenuti hanno osservato che la scarsa applicazione diretta degli istituti sembrerebbe dovuta principalmente a motivi di ordine culturale. In particolare, è stato osservato che la predetta scarsa applicazione sarebbe dovuta, in linea generale, all'atteggiamento degli investitori i quali, nel nostro paese, non avrebbero maturato una adeguata consapevolezza del ruolo che l'ordinamento consente loro di svolgere in ordine all'attività della società partecipata.

Pur concordando sulla limitata diretta applicazione delle discipline in argomento, alcuni dei soggetti auditi hanno evidenziato l'importanza degli effetti indiretti che la normativa ha prodotto. Infatti, è stato sottolineato, che con l'emanazione del TUF, oltre a voler dare alle minoranze azionarie la possibilità di reagire ad eventuali abusi o inefficienze gestorie, si è voluto introdurre una disciplina con efficacia deterrente nei confronti dei comportamenti degli azionisti di maggioranza e degli organi societari di loro espressione.

Con specifico riferimento ai singoli istituti, nel corso dell'indagine sono stati indicati una serie di fattori di natura normativa, tecnica e « culturale » che avrebbero concorso allo scarso ricorso agli istituti di partecipazione e tutela della minoranza azionaria. Per quanto riguarda il potere di convocazione dell'assemblea e alla partecipazione e formazione alla volontà assembleare, è stato osservato, sotto il profilo giuridico, che l'obbligo del deposito dei titoli da effettuarsi nei cinque giorni precedenti l'assemblea rappresenterebbe un freno alla volontà di partecipazione poiché le azioni, durante il periodo di deposito, non possono essere oggetto di scambio nel mercato.

Secondo alcuni soggetti auditi, al fine di incoraggiare gli investitori a partecipare all'assemblea, sarebbe opportuno introdurre nel nostro ordinamento, analogamente a quanto avviene in altri Paesi, un criterio di legittimazione all'intervento in assemblea che non limiti la disponibilità delle azioni. Tale ultima opinione appare, in effetti, condivisibile se si considera la dematerializzazione delle azioni e l'effettuazione di transazioni elettroniche.

Per quanto riguarda la quota di capitale sociale minima necessaria per poter richiedere la convocazione dell'assemblea, la percentuale del 10 per cento prevista dall'articolo 125 del TUF permetterebbe, da un lato, di evitare che la maggioranza azionaria adotti

comportamenti lesivi dei diritti della minoranza, e dall'altro, di limitare eventuali abusi di poteri da parte della minoranza azionaria. È stato osservato, tuttavia, che la predetta percentuale assume un significato diverso in funzione delle dimensioni della società partecipata: in una società di grandi dimensioni con azionariato molto diffuso, la percentuale del 10 per cento risulta più difficile da raggiungere rispetto ad una società che, seppur quotata, è di piccole dimensioni e con un possesso azionario concentrato in pochi soggetti.

Lo snellimento dell'iter procedurale di convocazione dell'assemblea, andrebbe accompagnato anche dall'introduzione di facilitazioni dirette ad agevolare la partecipazione e la formazione della volontà assembleare, sia valorizzando gli strumenti offerti dalle nuove risorse tecnologiche (internet, videoconferenze, ecc.) sia semplificando la disciplina della sollecitazione e raccolta di deleghe di voto. Dalle audizioni è emerso che i motivi per i quali il ricorso alle ultime due discipline ha trovato scarsa applicazione, attengono, in primo luogo, alla macchinosità dei moduli di delega che l'azionista dovrebbe compilare e, in secondo luogo, alla rigidità della normativa primaria e secondaria poichè, ad esempio, attualmente il voto per delega consente di aderire o non aderire alla proposta del committente per cui gli azionisti, non potendo indicare liberamente il proprio voto, sono considerati astenuti se non aderiscono alla predetta proposta.

Con particolare riferimento allo strumento della videoconferenza, è stato rilevato che il mancato utilizzo discenderebbe dal fatto che le società non hanno la certezza della validità dell'assemblea.

Lo strumento in parola, peraltro, registra un utilizzo crescente in altri ordinamenti, sia con riguardo agli organi sociali che agli organi di istituzioni pubbliche; a quest'ultimo riguardo si ricorda l'articolo 10, paragrafo 2 del protocollo SEBC/BCE allegato al T.C.E. che prevede la possibilità di partecipazione e di voto dei membri del consiglio direttivo della BCE mediante videoconferenza.

Può risultare utile evidenziare che l'utilizzo della videoconferenza per le assemblee societarie è espressamente previsto dalla normativa tedesca e dalla normativa francese anche se, con riferimento a quest'ultima, la disposizione è relativa alle sole società per azioni semplificate. Inoltre, sia in Francia che in Spagna è stata presentata una proposta di legge concernente la riforma del diritto societario, contenente la previsione dell'utilizzo della videoconferenza per la partecipazione alle riunioni del consiglio di amministrazione e del consiglio di sorveglianza delle società per azioni.

Per quanto attiene alle cause di ordine culturale, è stato evidenziato, come già accennato, lo scarso interesse, da parte sia degli azionisti che degli investitori istituzionali, alla partecipazione alla gestione sociale.

L'indagine conoscitiva ha, infatti, confermato l'impressione che in Italia i piccoli risparmiatori operano nell'ottica del puro investimento a medio e lungo termine e gli investitori istituzionali (ad esempio, i fondi pensione) intervengono poco in assemblea e quando lo fanno depositano, in proporzione ai possessi azionari disponibili, una piccola quantità dei titoli azionari. Viceversa, negli altri paesi, quali ad esempio gli USA, l'investitore istituzionale manifesta la tendenza a

considerarsi parte della vita della società (soprattutto se detengono pacchetti azionari in società come *General Electric* o *General Motors*).

La relazione CONSOB per il 2002 evidenzia, sulla base dell'esame dei verbali delle assemblee di approvazione del bilancio relative al numero complessivo di partecipanti alle assemblee che, pur essendo il numero medio di partecipanti piuttosto elevato (pari a 655), solo un terzo delle società presenta un numero di partecipanti superiore a 500.

Quest'ultimo dato, secondo la relazione, sembrerebbe indicare una ampia partecipazione soprattutto dei piccoli azionisti, in considerazione della larga capitalizzazione delle società considerate e del fatto che in Italia il fenomeno delle deleghe di voto non è particolarmente diffuso. Per circa il 21 per cento delle società, invece, il numero di partecipanti è invece inferiore a 50, a evidenziare che in questi casi la presenza dei piccoli azionisti, in occasione dell'evento più importante della vita societaria, risulta estremamente ridotta.

La partecipazione in assemblea mostra, altresì, una significativa presenza, in termini di diritti di voto rappresentati, di azionisti rilevanti (vale a dire di coloro che detengono una quota dei diritti di voto superiore al 2) mentre gli investitori finanziari non rilevanti (il cui interesse è invece essenzialmente di tipo finanziario), pur numerosi in molti casi, hanno raramente un peso consistente nelle votazioni.

I dati riportati dalla medesima relazione sulla partecipazione degli azionisti aventi caratteristiche di investitori finanziari (intendendo per tali i gestori di fondi, le banche e le assicurazioni, sia italiane che estere, che detengono partecipazioni inferiori al 2 per cento dei diritti di voto) evidenziano che tali soggetti sono molto numerosi (in media 137, ma con punte di quasi 900 investitori in alcune società), ma detengono quote modeste dei diritti di voto (in media il 3 per cento del capitale sociale ordinario complessivo e il 6 per cento del capitale ordinario apportato in assemblea; complessivamente essi non detengono mai più del 27 per cento del capitale con diritto di voto presente in assemblea).

Il tasso di partecipazione degli investitori finanziari alle assemblee delle società quotate maggiormente capitalizzate, pertanto, come rilevato dalla relazione, non consente a questi ultimi di incidere significativamente sulle decisioni societarie, neppure considerando le partecipazioni da essi congiuntamente apportate in assemblea.

In particolare, i dati riportati dalla relazione con riferimento alle prime cinquanta società quotate rivelano che la partecipazione dei fondi italiani, con una quota media di possesso vicina al 5 per cento, è stata nel 2001 di appena lo 0,5 per cento del capitale sociale e dell'1 per cento di quello presente; l'assenteismo è stato massimo nelle assemblee delle banche e delle società finanziarie.

I soggetti intervenuti non hanno espresso valutazioni concordi nell'individuare i motivi della scarsa applicazione dell'istituto dell'azione di responsabilità.

In particolare, l'Assonime, effettuando le medesime considerazioni riportate in merito alla partecipazione alle assemblee societarie, ritiene che il mancato ricorso alla disciplina in argomento è dovuto principalmente a motivi di ordine culturale degli investitori.

Alcuni soggetti hanno osservato, invece, che la scarsa applicazione della disciplina non sarebbe imputabile ad una inefficienza del dettato normativo ma proprio alla efficacia deterrente della disciplina stessa.

Infatti, la disciplina in argomento avrebbe prodotto effetti indiretti operando in termini di « campagna di prevenzione ». È stato constatato, in particolare, che, nei tre anni di applicazione del TUF, pur non essendosi fatto ricorso all'azione di responsabilità, le società, allo scopo di prevenire eventuali azioni contro gli amministratori hanno provveduto, da un lato, a corrispondere compensi più elevati agli amministratori richiedendo agli stessi una maggiore professionalità, e, dall'altro, ad aumentare il ricorso alle polizze assicurative, per garantirsi dal rischio di responsabilità.

Infine, secondo altri soggetti auditi, l'azione di responsabilità non avrebbe avuto applicazione per motivi connessi alla normativa processuale.

È stato, infatti, evidenziato che l'obbligo, per il reclamante, di lasciare depositato il 5 per cento del capitale azionario della società per tutta la durata della causa (che può arrivare anche a dieci anni) avrebbe scoraggiato qualunque soggetto ad avviare la predetta azione di responsabilità. In proposito, è stato osservato che, al fine di eliminare le difficoltà processuali che scoraggiano a priori l'avvio di iniziative giudiziarie, sarebbe auspicabile l'istituzione di un unico organo giudiziario, competente in materia finanziaria sia per quanto riguarda i profili privatistici che pubblicistici.

Opinioni complessivamente positive sono emerse con riguardo all'impatto del TUF in materia di *quorum* necessario per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria.

In particolare, il Prof. Spaventa ha evidenziato che proprio il caso dell'assemblea straordinaria dimostra che il mancato esercizio dei mezzi di tutela non debba essere inteso necessariamente quale segnale della inefficacia degli stessi. Il quorum deliberativo per le assemblee straordinarie, infatti, si è palesato rilevante in una sola occasione, ma è un fattore tenuto presente nel mercato del controllo.

La Commissione concorda con la maggioranza dei soggetti auditi nell'osservare che lo scarso ricorso ai richiamati strumenti non è, in linea generale, riconducibile alle caratteristiche strutturali della disciplina introdotta dal TUF, la quale risulta complessivamente adeguata, ma sembra dovuto, in larga misura, all'atteggiamento dei soggetti investitori, i quali, assumendo un ruolo di puri risparmiatori, acquistano le azioni in funzione della redditività attesa attribuendo una importanza marginale alla scelta della società partecipata. Appare, peraltro, significativo che nel nostro Paese non soltanto i piccoli azionisti ma anche gli investitori istituzionali facciano registrare una scarsa partecipazione alla gestione sociale.

D'altra parte, devono essere considerati positivamente gli effetti indiretti che la normativa in materia ha prodotto, assumendo un valore deterrente nei confronti di eventuali abusi o di inefficienze gestorie da parte degli azionisti di maggioranza e degli organi societari di loro espressione.

Alla luce di queste considerazioni, la Commissione non ritiene opportuno apportare modificazioni ai *quorum* richiesti per la convocazione dell'assemblea e per l'azione sociale di responsabilità, sui

quali, peraltro, è già intervenuta la recente riforma del diritto societario con la quale la disciplina del TUF andrà coordinata.

L'abbassamento ulteriore dei quorum richiesti potrebbe, infatti, determinare il rischio di un uso strumentale dei poteri attribuiti alla minoranza azionaria, il cui eccessivo utilizzo potrebbe rappresentare un ostacolo al normale svolgimento dell'attività della società partecipata.

Appaiono, invece, auspicabili alcune modifiche intese essenzialmente a semplificare l'effettivo esercizio dei diritti e dei poteri previsti dalla normativa vigente. In particolare, sarebbe opportuno introdurre nel nostro ordinamento, analogamente a quanto avviene in altri Paesi, un criterio di legittimazione all'intervento in assemblea che, a differenza del deposito attualmente richiesto, non limiti la disponibilità delle azioni.

Al riguardo, la Commissione considera particolarmente positivo il fatto che il recente D.Lgs. n. 6 del 2003, recante la riforma della disciplina delle società di capitali e cooperative, ha configurato il deposito delle azioni per la partecipazione alle assemblee da obbligo generale in previsione facoltativa degli statuti, riducendo i termini semplificando le relative modalità.

Meritevoli di attenzione sono, inoltre, le proposte di agevolare la partecipazione e la formazione della volontà assembleare, valorizzando gli strumenti offerti dalle nuove risorse tecnologiche (internet, videoconferenze) e semplificando la disciplina della sollecitazione e raccolta di deleghe di voto.

8. *Contendibilità e stabilità.*

8.1. *Considerazioni introduttive.*

L'intero disegno riformatore delineato dal TUF trova nell'obiettivo di promuovere la contendibilità del controllo delle società quotate uno dei principi ispiratori. Su questo tema si è svolto un inteso confronto nel corso dell'esame parlamentare del provvedimento, cui si è accompagnata, successivamente all'entrata in vigore dello stesso, l'emersione di differenti e talora contrastanti valutazioni.

L'esperienza applicativa del TUF ha, poi, offerto utili occasioni di approfondimento che hanno consentito di verificare in termini più concreti, in primo luogo, la validità delle scelte che hanno ispirato il legislatore e, in secondo luogo, l'efficacia degli istituti cui si è fatto ricorso per tradurre sul piano normativo le finalità perseguite.

Non stupisce, quindi, che, nel corso dell'indagine conoscitiva sia stato dedicato notevole spazio all'analisi del quadro definito dal TUF per quanto concerne il rapporto tra contendibilità e stabilità degli assetti proprietari.

I numerosi elementi informativi acquisiti e le diverse valutazioni raccolte in proposito attraverso le audizioni svolte consentono di pervenire ad alcune considerazioni che, pur non avendo la pretesa di costituire un punto di approdo definitivo, possono comunque offrire validi spunti per eventuali iniziative, anche di carattere legislativo, da adottare successivamente.

La stessa complessità del tema, inevitabilmente condizionato dall'evoluzione continua delle situazioni concretamente riscontrabili rende, infatti, del tutto irrealistica la pretesa di addivenire a conclusioni che non siano aperte ad ulteriori sviluppi.

In linea generale, si può osservare che l'intenzione del legislatore del 1998 di inserire nell'ordinamento alcune disposizioni volte a favorire la contendibilità della proprietà delle società quotate appare evidente.

Tale intenzione trae origine da un'analisi della situazione italiana dalla quale si faceva discendere una rappresentazione degli assetti del controllo societario in termini di marcata peculiarità rispetto allo scenario europeo. In sostanza, si rilevava la persistenza, a differenza di altri paesi, di una forte concentrazione proprietaria in mano a pochi soggetti, per di più mediante l'utilizzo di pratiche, quali i patti di sindacato e le strutture piramidali, in grado di assicurare l'assunzione e il mantenimento del controllo senza un corrispondente impegno finanziario. È questa una interpretazione largamente diffusa, non soltanto nel dibattito politico, ma anche nella più autorevole disciplina.

Proprio l'ampia condivisione di tale giudizio induce, ai fini del presente documento, di procedere ad alcune verifiche sulla base dell'evidenza empirica della situazione effettivamente riscontrabile nel nostro Paese.

Dalle analisi contenute nella Relazione della CONSOB per l'anno 2002 sembra emergere, in effetti, che, in valori assoluti, la concentrazione proprietaria del complesso delle società quotate italiane sarebbe elevata.

L'elevata concentrazione proprietaria si rifletterebbe poi nella presenza di modelli di controllo poco contendibili.

In particolare, alla fine del 2002, la quota media del mercato, vale a dire dagli azionisti con partecipazioni non superiori al 2 per cento del capitale con diritto di voto, era pari al 54 per cento per le società del Mib30 e al 44 per cento per quelle del Midex a fronte di una media del 35 per cento circa per le altre società.

La relazione Consob per il 2002 rileva che le società quotate italiane continuano a caratterizzarsi per la prevalenza di situazioni in cui esiste un singolo azionista in possesso di quote dei diritti di voto sufficienti per esercitare il controllo di diritto o di fatto. Per circa tre quarti delle società quotate, con un peso analogo in termini di capitalizzazione, è infatti presente un azionista di controllo.

In particolare, circa l'85 per cento delle 112 società di capitali che detengono partecipazioni rilevanti in società quotate è controllato da una coalizione familiare. Ad esse fa capo il 4,5 per cento della capitalizzazione complessiva di borsa. Alle società controllate da coalizioni costituite da altre società quotate è attribuibile invece il 12 per cento della capitalizzazione.

Per 20 società, con un peso pari al 10 per cento della capitalizzazione di borsa, esiste un patto di sindacato avente a oggetto l'esercizio del diritto di voto la cui quota complessiva sindacata appare in grado di consentire agli azionisti aderenti di controllare in maniera congiunta la società.

La quota media complessivamente sindacata nei patti di controllo è pari circa il 44 per cento. Nella metà dei casi gli aderenti a patti di sindacato « di controllo » sono persone fisiche, generalmente appartenenti allo stesso gruppo familiare, mentre nei restanti casi, cui corrisponde però oltre l'80 per cento della capitalizzazione complessiva delle società controllate da patti, gli aderenti sono società di capitali, generalmente quotate.

Complessivamente le società quotate su cui esiste un patto di sindacato sono 41.

Le società non controllate né singolarmente né da un patto di sindacato sono, invece, 32, con un peso pari al 15 per cento circa della capitalizzazione di borsa. Per tali società, la quota di capitale diffuso risulta, peraltro, contenuta, in linea con quella media del totale delle società quotate.

Gli assetti proprietari delle società quotate sul Nuovo Mercato indicano un grado ancora più elevato di concentrazione proprietaria e una diversa ripartizione della proprietà per tipologia di azionisti, con una maggiore prevalenza delle persone fisiche e dei soggetti esteri e un peso più ridotto delle società di capitali.

In particolare, alla fine del 2002 la quota della capitalizzazione complessiva detenuta dal mercato è pari al 39 per cento circa, in crescita rispetto ai due anni precedenti.

Ciononostante, la concentrazione proprietaria che si registra nel nostro sistema appare in linea con la situazione dei principali paesi dell'Europa continentale.

Secondo i dati riportati nella relazione CONSOB per il 2001, infatti, in Francia e in Germania la quota del mercato sulla capitalizzazione complessiva si colloca tra il 45 per cento e il 55 per cento. Una minore concentrazione rispetto a quella delle società italiane è, invece, riscontrabile nei paesi anglosassoni, in cui la quota del mercato è pari ad oltre il 90 per cento, e, in misura meno netta, in altri paesi europei, quali Spagna, Svezia e Olanda, dove la quota del mercato è stimabile tra il 60 e il 70 per cento.

La ridotta dinamicità degli assetti proprietari nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, riflette fattori strutturali e culturali legati, secondo la relazione CONSOB per il 2002, alla resistenza da parte dei soggetti che controllano le società quotate ad accettare riduzioni delle proprie quote di proprietà che possano compromettere la stabilità del controllo.

La situazione italiana, in particolare, sarebbe attribuibile allo scarso rilievo di due fattori che negli altri paesi hanno favorito la diffusione della proprietà:

l'entrata di nuove società sul mercato, per le quali di solito si registra un più esteso ricorso alla raccolta di capitale di rischio per finanziare accelerazioni del loro processo di crescita;

la realizzazione di operazioni di acquisizione di società quotate attraverso offerte pubbliche di scambio, che comportano, qualora abbiano successo, una diluizione delle quote di proprietà nella società offerente.

La relazione Consob osserva, con riguardo al primo fattore, che, malgrado l'aumento registrato soprattutto nella seconda metà degli

anni '90 un aumento del numero di nuove ammissioni a quotazione, queste hanno riguardato, con l'eccezione delle società oggetto di operazioni di privatizzazione, soprattutto società di dimensioni medio piccole che non hanno inciso in maniera sostanziale sul grado di concentrazione proprietaria complessiva del mercato.

L'effetto delle privatizzazioni, le quali hanno coinvolto invece società di grandi dimensioni, sul grado di concentrazione proprietaria è stato rilevante negli anni 1997 e 1998; successivamente l'aumento della diffusione proprietaria è stato però riassorbito, a causa, da un lato, della natura parziale di privatizzazioni e, dall'altro, del fatto che la maggior parte delle principali società privatizzate ad azionariato diffuso sono state oggetto di successive acquisizioni che hanno portato in alcuni casi al loro *delisting* o alla determinazione di un assetto di controllo fortemente concentrato.

La medesima relazione osserva, inoltre, che il grado di concentrazione proprietaria è influenzato, oltre che dalla dimensione, anche dal settore delle società quotate. In particolare, la concentrazione è notevolmente più elevata nel settore dei servizi mentre ha valori inferiori nei settori industriale e, soprattutto, finanziario, dove però sono presenti diverse società in forma di cooperativa per azioni, per le quali sono previsti limiti al possesso azionario che impediscono l'acquisizione di pacchetti rilevanti di capitale.

Più in generale, la relazione CONSOB per il 2002 rileva che alla base della situazione del nostro Paese si collocherebbe, « la persistenza di una scarsa propensione alla quotazione delle imprese italiane, le cui cause si rinvengono a loro volta in alcune caratteristiche della nostra struttura finanziaria e industriale. Dominano ancora banche inclini al finanziamento tradizionale, ma meno disposte o meno preparate (come risulta da studi fatti per Borsa Italiana) a offrire i servizi preliminari alla quotazione. Le imprese sono piccole e riluttanti ad aumentare la loro dimensione. Si privilegia il controllo familiare e il ricorso all'autofinanziamento. Ci si arrocca in settori tradizionali, ove si richiede un modesto impegno di investimenti per l'innovazione e lo sviluppo e dunque vi è minore necessità di capitale esterno di rischio. In conseguenza, i benefici ottenibili dalla raccolta di capitale sono modesti in rapporto ai costi della quotazione e agli obblighi da essa derivanti ».

Ferma restando la peculiarità di alcune caratteristiche strutturali del sistema produttivo e dei mercati italiano, i dati a disposizione, in sostanza, consentono di affermare che la situazione del nostro Paese non costituisce un'anomalia nello scenario internazionale, fatta eccezione per la Gran Bretagna e gli Stati Uniti che presentano caratteristiche del tutto particolari.

La uniformità di fondo delle situazioni riscontrabili nei maggiori paesi europei sembra potersi attribuire, almeno in parte, le difficoltà e le resistenze che fino ad ora si sono state manifestate con riguardo alla introduzione di una disciplina delle OPA a livello comunitario. In particolare, negli orientamenti emersi in particolare in Germania, fortemente critici nei confronti delle iniziative comunitarie, ha sicuramente pesato il timore di agevolare l'acquisizione del controllo delle imprese nazionali da parte di soggetti stranieri, segnatamente extracomunitari, senza garantire adeguate condizioni di reciprocità.

Al riguardo, occorre considerare che proprio negli Stati Uniti, il paese in cui il fenomeno delle offerte di acquisto si è diffuso con maggiore intensità, dopo una lunga evoluzione è maturato un approccio assai più cauto verso le scalate ostili, tradottosi nell'adozione, da parte di alcuni Stati, di una legislazione restrittiva. Alla base di questo mutato atteggiamento risiede principalmente la preoccupazione nei confronti di scalate che siano effettuate con intenti meramente speculativi, in assenza di effettivo interesse nei confronti delle prospettive imprenditoriali della società bersaglio.

Anche in sede di indagine è stata rilevata l'esigenza di adottare adeguati presidi allo scopo di evitare il rischio che all'OPA si faccia ricorso per finalità di speculazione finanziaria facendo gravare, in termini di crescita dell'indebitamento, sulla società di cui si acquisisce il controllo il costo della scalata.

Nel corso dell'indagine è stato anche affermato (Costi) che la tesi secondo la quale l'OPA incentiverebbe la contendibilità non avrebbe fondamento; al contrario, essa renderebbe maggiormente difficoltosi, in quanto più onerosi, i passaggi delle quote di controllo. Nel giudizio del prof. Costi, l'OPA costituirebbe, piuttosto, uno strumento di tutela delle minoranze che intendano avvalersi del diritto di recesso in presenza di un cambio di controllo, quando non vogliano partecipare alla ripartizione del premio di maggioranza.

L'attitudine della disciplina dell'OPA a perseguire concretamente gli obiettivi sopra richiamati, e in particolare la crescita della contendibilità del controllo, appare strettamente connessa alle scelte assunte del legislatore con riguardo a specifici aspetti dell'istituto, quali la determinazione della soglia per l'OPA obbligatoria, la fissazione del prezzo dell'offerta, la regola di passività.

Con riferimento al primo aspetto, si può convenire con l'osservazione da più parti avanzata, per cui la previsione di una soglia troppo elevata oltre la quale sorgerebbe l'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria potrebbe paradossalmente costituire un ostacolo forte al trasferimento del controllo societario, inducendo i proprietari ad attestarsi ad un livello immediatamente inferiore a quello della soglia.

D'altra parte, la fissazione della soglia ad un livello troppo basso avrebbe anch'essa l'effetto di scoraggiare i potenziali acquirenti in quanto renderebbe eccessivamente onerosa la corresponsione del premio di maggioranza.

Analogamente, le modalità di determinazione del prezzo dell'offerta dovrebbero rispondere all'obiettivo di non rendere troppo oneroso l'acquisto del controllo, e, allo stesso tempo, di tutelare adeguatamente e senza discriminazioni gli azionisti di minoranza.

Per quanto attiene alla regola di passività, va anzitutto osservato che il sistema introdotto dal TUF si inserisce nel contesto di un più ampio disegno che compensa il riconoscimento, in capo alla società bersaglio, del potere di adottare, entro certi limiti, misure difensive, con la previsione di disposizioni volte a prevenire il ricorso a tecniche ostruzionistiche. Si intende qui fare riferimento alla possibilità di recedere dai patti di sindacato, ovvero dell'automatica decadenza, in caso di OPA, delle clausole relative ai limiti al possesso azionario nelle società privatizzate.