

**La seduta comincia alle 10.**

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso impianti audiovisivi a circuito chiuso.

*(Così rimane stabilito).*

**Audizione dei rappresentanti dell'Assonime.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'attuazione del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, l'audizione dei rappresentanti dell'Assonime.

La presente indagine conoscitiva inizia oggi, e ne sono molto lieto, ma fin dalla prima seduta dell'ufficio di presidenza la VI Commissione l'aveva programmata per i mesi di novembre e dicembre. Considero di grande importanza tale nostra iniziativa conoscitiva che ha per oggetto il cosiddetto testo unico Draghi a tre anni dalla sua emanazione. Tale normativa completava e riordinava la complessa legislazione e l'attività legislativa delle Camere avvenuta anche nel corso degli anni '90 e rinnovava in molti campi la disciplina dei mercati finanziari. È molto importante poter esaminare, a distanza di qualche anno dall'emanazione, ciò che in quel complesso di testi legislativi ha funzionato o meno, ciò che potrebbe funzionare e ciò che eventualmente può essere corretto.

Occorre anche tenere presente l'attività che, nell'ambito di tale materia, svolgono o

cercano di svolgere le istituzioni europee (in alcuni casi la Commissione europea, in altri il Parlamento europeo). Così come bisogna considerare che, su tali argomenti, altri paesi (per esempio, in questi giorni si parla delle decisioni assunte dal Governo tedesco in materia di OPA) assumono iniziative per prepararsi alla grande unificazione dei mercati finanziari europei, che è frutto dello sviluppo dell'integrazione europea ed anche della ormai imminente nascita dell'euro.

Per tali motivi abbiamo deliberato questa indagine conoscitiva e ringrazio molto il presidente dell'Assonime, Vittorio Merloni, il direttore generale, Stefano Micossi, e i loro collaboratori per essere qui presenti al fine di beneficiarci della loro profonda conoscenza del sistema delle società per azioni ed anche del quadro internazionale nel quale si muovono le società italiane per azioni. Li ringrazio anche per il documento da loro fornito, e do subito la parola al presidente Merloni.

VITTORIO MERLONI, *Presidente dell'Assonime*. Ringrazio il presidente La Malfa per averci invitato a questa audizione. Poc'anzi, al di fuori di questa sala, ricordavo al presidente La Malfa la nostra precedente collaborazione: io rappresentavo la Confindustria e lui con il mio aiuto tracciò le linee del decreto-legge sul terremoto n. 159 del 1984 che poi ebbe grandi effetti. Ho fatto questa premessa anche per affermare che l'Assonime è completamente diversa dalla Confindustria in quanto essa comprende il settore industriale, le compagnie di assicurazione, le società di servizi, le banche, cioè raccoglie tutte le società anonime. A differenza della Confindustria, l'Assonime non difende gli interessi di un soggetto in particolare, ma difende e promuove invece le buone isti-

tuzioni per il mercato. Noi siamo indipendenti e vogliamo ciò che è bene per il mercato.

L'Assonime assiste anche le istituzioni, avendo come scopo il buon ordinamento: la collaborazione dell'Assonime, cioè, consiste nell'assistere, consigliare e aiutare affinché la regolamentazione sia chiara, semplice e utile per il mercato. L'Assonime opera sempre più anche in Europa, dove esistono le medesime problematiche: il nostro ufficio di Bruxelles è sempre più impegnato e operiamo sugli stessi temi che ci coinvolgono in Italia. Cerchiamo di far coincidere i due ambiti di azione.

Parlando della normativa su cui oggi siamo chiamati a riferire — passerò poi la parola al dottor Micossi, che è molto più preparato di me sulle leggi —, il testo unico sull'intermediazione finanziaria, che riguarda la borsa e che è stato elaborato sulla base delle direttive Draghi, ha ben funzionato e ha adeguato *grosso modo* la nostra disciplina a quelle emanate nel resto dell'Europa. Abbiamo recuperato grande terreno in quanto la prima normativa in materia — se non erro — era del 1913: occorreva senz'altro una nuova disciplina. Il testo unico ha ben funzionato e il rodaggio di tre anni è poco per una legge, soprattutto se essa è destinata a durare parecchi anni. Naturalmente tutto è migliorabile, ma nel complesso non vediamo l'urgenza di cambiare. Adesso vi è la moda di rivedere le proprie leggi allorché si forma un progetto europeo: secondo me bisogna sempre agire con calma. Ritengo che, in tre anni, non si possano vedere gli effetti che una legge può produrre, è necessario un po' di tempo andando avanti a piccoli passi; aggiungo, inoltre, che tutto è migliorabile ma, a nostro avviso, dovrebbe essere fatto senza stravolgimenti.

Un altro argomento che viene affrontato nella relazione da noi predisposta e distribuita ai membri di questa Commissione riguarda la Consob. Anche tale organo si trova in parte in una fase di rodaggio e a mio avviso anche in questo caso sono possibili miglioramenti. Personalmente auspicherei — ma è anche l'opi-

nione dell'Assonime — che divenisse un interlocutore ed un decisore: oggi, invece, la Consob scrive molto, precisa molto, ma non consente un contatto diretto e di conseguenza non è consentita facilità di discussione. Il dottor Padoa Schioppa, allorché venne approntato il progetto di legge, ipotizzò che la Consob divenisse un interlocutore nei confronti delle altre parti; esiste un intero capitolo che esplica le modalità con le quali questo scambio di informazioni dovrebbe avvenire.

La Consob deve essere capace di comprendere le esigenze del mercato; e questo, dopo tutto, è l'obiettivo della legge con la quale è stata istituita. Al contrario tale ente, in questi ultimi anni, è stato un attivo scrittore di minute e di prescrizioni: se si visita il sito *Web* della Consob è possibile trovare più di 1.400 norme, articoli e prescrizioni dei quali 400 riguardano il complesso delle leggi che stiamo oggi esaminando; ci si rende conto, in questo modo, di quanto sia complesso operare all'interno di questa moltitudine di informazioni.

Essendo imprenditore, ritengo utile esporre quale sia l'obiettivo per un imprenditore: non eludere la legge, ma evitare di sbagliare e di correre, allo stesso tempo, il rischio di essere inadempiente. Ciò perché quando l'interpretazione di una norma è troppo difficile e quando lo stesso argomento viene trattato da 15 o 20 punti diversi, è difficile poter procedere con sicurezza. Quanto noi ci auguriamo è, pertanto, proprio la chiarezza delle norme.

**PRESIDENTE.** Ringrazio il dottor Merloni per i suoi importanti chiarimenti sulla posizione dell'Assonime ed i rilievi sul ruolo rivestito dalla Consob e dalla sua produzione regolamentare. Do ora la parola al dottor Micossi.

**STEFANO MICOSSÌ, Direttore generale dell'Assonime.** È nostra intenzione discutere i problemi indicati nel programma dell'indagine conoscitiva che, a nostro avviso, sono più rilevanti e suscettibili di esame. Il primo argomento, che forse

rappresenta il problema attualmente più importante, riguarda la disciplina sull'OPA ed i suoi effetti sul mercato del controllo societario. L'esistenza dell'OPA rende il mercato dei capitali più efficiente, agevola il trasferimento delle società quotate e migliora la garanzia di parità di trattamento degli azionisti. La semplice possibilità di diventare oggetto di una OPA stimola il *management* a migliorare i risultati, allineandone gli interessi con quelli degli azionisti.

In Italia, come in altri paesi quali Francia e Inghilterra, il testo unico prevede un'OPA obbligatoria, successiva e totalitaria, a carico di chi supera (individualmente o in concerto) la soglia di partecipazione del 30 per cento del capitale. Aggiungo che il valore particolare di questa soglia è stato oggetto di discussione. L'OPA obbligatoria rafforza la parità di trattamento, ma è necessario rendersi conto che, allo stesso tempo, irrigidisce il mercato del controllo, perché il rischio di dover spendere tutto questo denaro aumenta la riluttanza dei possibili investitori ad intervenire. Ritengo opportuno sottolineare che esistono sistemi che non prevedono un'OPA obbligatoria.

Formalmente, la soglia rileva in quanto tale: in pratica il legislatore la fissa tenendo conto degli assetti proprietari nei diversi paesi, con l'idea che quando tale soglia venga superata, di fatto, si abbia l'acquisizione del controllo della società. Il valore preciso ed ottimale non è determinabile *a priori*: ogni soglia introduce, inevitabilmente, uno scalino al di sotto del quale cercano di collocarsi gli acquirenti potenziali per ridurre l'esborso totale richiesto per l'acquisto di una società.

Da questo punto di vista, variazioni della soglia — in aumento o in diminuzione — non modificano la situazione. Innalzando la soglia, benefici possono diffondersi un po' di più anche senza bisogno di OPA: diminuisce, forse, il premio unitario di controllo per azione e sale la probabilità di mantenimento successivo del controllo. Abbassando la soglia accade esattamente l'opposto.

Il punto essenziale è che rimane il fatto che chi acquista in questo modo, senza avere il 51 per cento, resta esposto ad un successivo *take over*, pertanto paga di più come premio unitario sul piccolo pacchetto ma, in realtà, può perdere tutta la società nell'eventualità di una scalata successiva.

L'alternativa di eliminare la soglia — lasciando all'Autorità di vigilanza il potere discrezionale di decidere quando l'OPA debba essere lanciata — non migliora la situazione: in effetti, aumenta l'incertezza e può irrigidire il mercato del controllo societario senza facilitare le operazioni. Infatti, più gli operatori ignorano se verranno obbligati a presentare una offerta sul totale, più difficilmente si impegneranno in tali azioni.

L'Italia prevede un istituto che, secondo noi, avrebbe potuto essere maggiormente utilizzato in alternativa: l'OPA volontaria (preventiva) sul 60 per cento del capitale. Nella pratica questa ipotesi non ha funzionato perché la disciplina è straordinariamente rigida e complessa: i requisiti sono tali per cui, di fatto, basta «incespicare» una volta perché scatti nuovamente l'OPA obbligatoria. Dunque sostanzialmente il meccanismo non è operante, ma alcuni miglioramenti (che abbiamo indicato) sono possibili per via regolamentare.

Desidero spendere due parole su due specifici istituti dell'OPA: le misure difensive e l'azione di concerto. Nel nostro sistema la decisione delle misure difensive viene sostanzialmente attribuita agli azionisti, i quali sono gli stessi che devono decidere se cedere le azioni all'offerente o meno. La soluzione a noi sembra, nel complesso, condivisibile; vi sono però delle difficoltà procedurali che di fatto, nel nostro sistema, rendono oggi la possibilità di difendersi molto teorica. Il sistema è squilibrato a favore dello «scalatore». Il motivo principale di ciò è insito nel funzionamento delle assemblee chiamate a deliberare le misure difensive: esistono, infatti, un *quorum* costitutivo dell'assemblea (il 30 per cento per le assemblee straordinarie) ed un *quorum* deliberativo (anch'esso pari 30 per cento del capitale),

che in realtà è straordinariamente esigente. Bisogna sapere che se si rendesse più facile partecipare a questa assemblea e ci fosse, quindi, una maggiore probabilità che essa si svolga e decida è chiaro che la partecipazione salirebbe. Abbassando dunque i requisiti di ingresso, probabilmente la partecipazione degli azionisti potrebbe aumentare. Un sistema così rigido scoraggia la tenuta delle assemblee; al contempo, esiste la tendenza che una società sotto « assalto » venga abbandonata al suo destino dai propri azionisti. Riteniamo pertanto opportuno evidenziare questo aspetto e cioè la necessità che le assemblee si tengano e che decidano; l'aver posto tutti questi ostacoli dovrebbe essere oggetto di una riconsiderazione.

Per quanto riguarda l'azione di concerto — problema assai delicato — ricordo che questa, in ogni sistema, non può non venir valutata dall'autorità di vigilanza (cioè anche sulla base di elementi non perfettamente definiti: questo è inevitabile). Nonostante tale aspetto, nel nostro ordinamento la fattispecie appare troppo vaga e indeterminata. In sostanza, il testo unico non definisce la fattispecie ma individua dei soggetti che trovandosi in una certa condizione sono da considerarsi « in concerto ». Il concerto è presunto in presenza di qualunque patto parasociale, anche se nullo, e di altre circostanze accessorie. La fattispecie è estremamente ampia, soprattutto se si considera che tali patti possono essere stipulati in qualunque forma.

In assenza di precedenti riteniamo che la giurisprudenza potrebbe aiutare a sviluppare un concetto più definito; un principio interpretativo utilizzabile si trova, nella giurisprudenza comunitaria, nella figura delle « pratiche concordate » della politica di concorrenza. Secondo la Corte europea di giustizia, una pratica concordata è individuabile solo laddove i comportamenti « costituiscano un complesso di indizi seri, precisi e concordanti di una previa concertazione ». La precisazione di elementi oggettivi che possono distinguere i comportamenti casualmente convergenti dall'azione di concerto, anche se difficile,

sembra necessaria; la semplice rilevazione di acquisti sul mercato non dovrebbe essere sufficiente.

Per quanto concerne la disciplina dei patti parasociali, l'Assonime ha sempre sostenuto che tali patti sono una realtà diffusa e accettata nel funzionamento delle società; pertanto, l'ordinamento fa bene — questa è stata la scelta adottata per il TUF — a riconoscerne la rilevanza, ponendo per essi un particolare regime di trasparenza (tali patti devono essere pubblicati a pena di nullità, e quant'altro).

Rispetto alla disciplina dell'OPA il rilievo che solleviamo concerne la possibilità, prevista dal TUF, di recedere senza preavviso qualora si intenda aderire ad un'offerta pubblica di acquisto o di scambio. La dichiarazione di recesso non produce effetti se l'offerta pubblica non si perfeziona; però, la normativa non dice se chi vuole lanciare l'OPA facendo parte di un patto parasociale può recedere. Si tratta pertanto di un aspetto che andrebbe chiarito. Inoltre, qualcuno propone che al momento del lancio dell'OPA tutti i patti parasociali vengano ad essere automaticamente dichiarati nulli e decaduti. La disciplina attuale prevede un diritto di recesso e, pertanto, non vediamo il motivo per comprimere ulteriormente l'autonomia negoziale, dato che la possibilità di recedere senza ulteriori formalità è già prevista. Dunque, perché obbligare tutti a recedere anche qualora essi non lo vogliano? A noi questa non sembra una grande idea.

Per quanto riguarda il sistema di tutela degli azionisti di minoranza, esso apparentemente si presenta molto forte, in quanto esistono penetranti poteri di intervento da parte di certe minoranze (soglie qualificate di possesso azionario) nella gestione della società. In particolare, esiste la possibilità di convocare l'assemblea (in questo caso la soglia prevista dall'articolo 125 del TUF è il 10 per cento del capitale sociale), e l'azione sociale di responsabilità (il 5 per cento del capitale sociale, articolo 129 del TUF); tuttavia, a tre anni dall'entrata in vigore del testo unico, le due disposizioni non sono state utilizzate.

In realtà, sappiamo che tale disciplina — lo indicano le alte soglie di partecipazione previste — era stata concepita per gli investitori istituzionali, immaginando che il singolo azionista risparmiatore non fosse in grado di difendersi da solo. Tuttavia, gli investitori istituzionali intervengono poco in assemblea, e quando lo fanno depositano, in proporzione ai possedimenti azionari disponibili, una piccolissima quantità dei titoli azionari. Lo fanno più per esserci che per contare, operando allo stesso modo del singolo risparmiatore «mordi e fuggi»; contrariamente a quanto è possibile osservare negli altri paesi, come ad esempio negli Stati Uniti, dove l'investitore istituzionale manifesta la tendenza a considerarsi, nel medio periodo, parte della vita della società (soprattutto se detengono, ad esempio in società come General Electric o General Motors, pacchetti azionari che rappresentano quote del 5 per cento del capitale sociale).

Ciò ci fa capire che probabilmente nel nostro paese esistono dei problemi giuridici; mi riferisco in particolare al deposito dei titoli, da effettuarsi cinque giorni prima, necessario al fine di poter intervenire in assemblea; tale deposito risulta troppo lungo, ancor di più adesso con la dematerializzazione dei titoli. Ma la sostanza del problema potrebbe essere ancora di tipo culturale e, forse, l'apertura del mercato e l'aumento della presenza di operatori esteri contribuirà a cambiare le attitudini nel tempo.

Per quanto concerne i mercati di borsa, osserviamo che il mondo sta cambiando e soprattutto si sta erodendo il regime di monopolio nel quale hanno operato le società di borsa; la direzione che si intravede (già riconosciuta dalla Commissione europea nel documento di consultazione pubblicato sulla revisione della *Investment Services Directive*), nel momento in cui i mercati competono tra loro per attrarre i titoli e per negoziarli sulla propria piattaforma, contempla, inevitabilmente, che l'autorità di *listing* ritorni all'autorità di vigilanza o venga assegnata ad agenzie indipendenti (le agenzie di *rating*); è infatti difficile immaginare che un ente, che ha

interesse ad attirare sul proprio mercato società per farle quotare, possa anche essere il garante dello standard di qualità del titolo. Questa facoltà che, nel corso del tempo, era stata lasciata alle società-mercato, secondo noi deve essere attribuita — come è già avvenuto nel Regno Unito — all'autorità di vigilanza.

Per quanto concerne i poteri regolamentari di vigilanza della Consob il TUF ha realizzato un'ampia delegificazione; l'idea era che si doveva trattare di un sistema di principi-quadro da applicare in modo snello e flessibile, capace di adattarsi all'evoluzione dei mercati senza dover, ogni volta, cambiare le prescrizioni minute. Il presidente Merloni ricordava nel suo intervento, le intenzioni chiaramente espresse da Draghi e da Padoa Schioppa quando fu pubblicata la legge. Draghi affermò che «alle autorità è ora affidato il delicato compito di non tradire lo spirito liberale della riforma, rincorrendo impostazioni dirigiste o regolamentazioni casistiche». E Padoa Schioppa ribadì che «nell'emanare la regolamentazione, non si coglierebbe il senso della riforma se alla delegificazione non si facesse seguire una deregolamentazione attraverso testi snelli, concepiti come regole di principio più che di minuziosa precettistica».

Nel complesso, il nostro giudizio sull'attuazione del TUF e sull'operato della Consob resta positivo; ma quei propositi sono stati in parte disattesi, e aspetti problematici sono evidenti sia nell'attività di regolamentazione sia nell'applicazione delle norme. L'attività di regolamentazione ha talora ecceduto i confini tracciati dal legislatore: ad esempio, con la definizione del periodo d'offerta e della passività nella disciplina dell'OPA, dove il giudice amministrativo ha obbligato la Consob a modificare la regolamentazione secondaria. Non sono inoltre mancate impostazioni dirigistiche e poco attente alla sostanza del mercato: ad esempio, nella posizione assunta dalla Consob in merito ai diritti degli azionisti di risparmio nel caso di *delisting* delle azioni dal mercato (cioè, di esclusione dalle negoziazioni).

L'esercizio di poteri regolamentari da parte di un'autorità amministrativa indipendente, quale la Consob, richiede una particolare trasparenza nell'adozione degli atti di regolazione che in altri ordinamenti è assicurata attraverso procedure formali di preventiva pubblica consultazione (*notice and comment*). Queste procedure sono formalizzate negli Stati Uniti nella legge dal 1946. Le osservazioni dei soggetti interessati nel processo di formazione dei regolamenti applicativi contribuiscono ad individuare le modalità di intervento più efficaci e migliorano la qualità della normativa. Attualmente, la legge non impone alla Consob obblighi di consultazione preventiva. Alcune consultazioni vi sono state, ma le modalità e le procedure non sono note e restano a discrezione della Consob; i tempi concessi per esprimersi ai soggetti che partecipano sono spesso insufficienti. Pensiamo che la fissazione nella legge degli obblighi e delle procedure di consultazione sia desiderabile. La Consob adotta, oltre ai regolamenti — che non costituiscono il problema principale (esistono solo tre tipi di regolamenti: emittenti, intermediari e mercati) —, altri atti quali comunicazioni, prescrittive e interpretative, raccomandazioni, risposte a quesiti e comunicati stampa.

Le imprese emittenti e gli altri operatori sul mercato dei capitali devono poter conoscere, e ben comprendere, quali siano i comportamenti consentiti e quelli vietati; deve essere chiarito quali sono i requisiti che l'atto di regolazione deve soddisfare per produrre effetti vincolanti. La Consob potrebbe contribuire a quest'opera di chiarificazione raccogliendo e coordinando periodicamente per materia i propri atti di regolazione, precisando per ciascuno il valore giuridico ed eliminando le disposizioni obsolete.

Sulle possibilità di ricorso giurisdizionale il nostro giudizio è che il sistema sia stato sostanzialmente migliorato con la nuova legge n. 205 del 2000 e non riteniamo giustificate le critiche che da molte parti sono avanzate.

Per quanto riguarda le garanzie nell'attività di vigilanza nei casi individuali, in

quelli cioè in cui la Consob assume provvedimenti verso i singoli soggetti regolati, sottolineiamo l'importanza di un'applicazione rigorosa dei principi di trasparenza, motivazione e contraddittorio, che sono principi generali affermati dalla legge n. 241 per l'esercizio dell'azione amministrativa. Perplessità solleva in certi casi la pratica di dare pubblicità a presunte violazioni della normativa, prima dell'accertamento di responsabilità specifiche. La legge sulla *privacy* (n. 675 del 1996) prescrive al riguardo che la diffusione dei dati relativi ai soggetti regolati è ammessa solo se prevista da norme di legge o regolamenti.

In attuazione della legge n. 241 del 1990, la Consob ha adottato e pubblicato disposizioni in materia di diritto di accesso (nel 1995) e di determinazione dei termini e delle unità responsabili dei procedimenti (nel 2000). Nella stessa linea, è auspicabile che essa definisca e renda pubbliche le discipline sulla partecipazione ai propri procedimenti amministrativi e sui poteri istruttori: tali discipline sono previste dal regolamento sul funzionamento della Consob, ma a tutt'oggi non sono state emanate.

**PRESIDENTE.** Ringrazio il direttore generale Stefano Micossi per la sua relazione, che sarà sicuramente utile per lo svolgimento dei nostri lavori, avendo egli compiuto alcune importanti considerazioni su una serie di questioni ed avendo identificato i principali problemi che la Commissione dovrà esaminare.

Do ora la parola ai colleghi che vogliono porre domande ai nostri intervenuti.

**GIORGIO BENVENUTO.** Ringrazio l'Assonime, rappresentata dal presidente Vittorio Merloni e dal direttore generale Stefano Micossi. I loro interventi che inaugurano questa indagine conoscitiva, sono molto utili per le proposte presentate. Il loro lavoro anche nella passata legislatura ha significato un utile punto di riferimento per noi.

Apprezzo la valutazione positiva dell'Assonime sul TUF perché in un momento

di radicale cambiamento il loro giudizio rileva più luci che ombre. Il TUF si è sviluppato anche grazie all'indagine conoscitiva della nostra Commissione durante la precedente legislatura ma ovviamente condivido l'opinione che esso richieda una « manutenzione » ed una verifica puntuale.

Nella XIII legislatura non siamo riusciti a completare la riforma del diritto societario ed ora attendiamo l'attuazione delle deleghe legislative, e sono convinto che ciò avverrà attraverso la riforma delle procedure concorsuali, che rappresentano elementi di *handicap* per il nostro sistema: come infatti sa bene il presidente Merloni, esiste un problema di competizione tra gli ordinamenti europei.

Sono particolarmente d'accordo su alcune questioni che sono state sollevate. Trovo che nella vostra memoria le proposte indicate sul mantenimento della soglia di contendibilità al 30 per cento mi sembrano ragionevoli e di buon senso rispetto all'opinione quasi generale che vorrebbe aumentare tale percentuale, che è stata definita in maniera molto tormentata ma ha retto alla prova dei fatti; non sarei favorevole a una modifica.

È particolarmente importante anche l'osservazione sul completamento della riforma. Giustamente, si è parlato di delegificazione ma anche di deregolamentazione, che è l'angoscia presente nel nostro paese: ciò che è oggetto di delegificazione (non solo in questo settore ma anche in altri) deve essere poi sempre accompagnato da una deregolamentazione e in questo caso il problema è reale e si deve affrontare.

Si pongono inoltre altre questioni che si riferiscono ai poteri della Consob. Ricordo che nella precedente legislatura vi fu un dibattito molto tormentato: Tommaso Padoa Schioppa, l'allora presidente della Consob, chiese una normativa dotata di maggiori poteri per contrastare il fenomeno dell'*insider trading* e per regolare i rapporti tra la Consob e le altre autorità. Non fu possibile trovare una soluzione e forse non esistevano le possibilità o le convinzioni. Tuttavia, su tale tema sarebbe opportuno sentire anche la Consob perché

un problema esiste. Un eccesso di deregolamentazione, infatti, è probabilmente il risultato di una assenza di chiarezza sulle competenze e sulle prerogative della Consob, che in alcune questioni ha un potere di vigilanza non ben definito. Il problema posto è comunque reale: se bisogna infatti favorire, in una logica temporale, tale eccesso di regolamentazione, il rischio è che esso rappresenti un elemento di negatività.

MAURO AGOSTINI. Mi sembra che complessivamente il giudizio che emerge sul TUF sia sostanzialmente positivo, ed io concordo pienamente su tale aspetto. Più che fare delle valutazioni politiche mi preme chiedere informazioni in più su qualche elemento.

Il giudizio che l'Assonime dà sulla soglia di riferimento per l'OPA è di sostanziale tenuta, e quindi sostanzialmente positivo; d'altronde non inventammo niente — allora ero il relatore sul testo unico sulla finanza —, perché non facemmo altro che studiare la normativa che era più o meno imperativa, o comunque vigente, sui mercati europei. Giungemmo alla quota del 30 per cento, quando invece la prima proposta del Governo Prodi era del 15 per cento, con la possibilità, eventualmente rimandata all'autorità di vigilanza, di incrementarla in caso di società ad alta capitalizzazione ad azionariato diffuso. Ritengo che quella scelta sia stata giusta e i fatti paiono dimostrarlo.

Vedo con particolare piacere, se mi consentite anche personale, che c'è qualcuno che ricorda ancora l'OPA volontaria. Si ragionò a lungo su di essa, allora fu una lunghissima discussione ed io fui molto determinato in questa direzione, anche se poi non è servita a nulla. Vedo, però, una rivalutazione dell'istituto da parte della vostra associazione: prendete atto, come non potrebbe non essere, che non è stato operante e fate riferimento a possibilità di modifica che potrebbero rendere lo strumento interessante. Vorrei capirne di più, sapere se avete già svolto degli approfondimenti in direzione di utili suggerimenti da fornire al legislatore a proposito degli

accorgimenti che potrebbero rendere più operativo questo strumento, che anch'io giudico di un qualche rilievo.

Mi sembra che anche sulla *passivity rule* emerga un giudizio indirizzato al mantenimento, con qualche aggiustamento di carattere regolamentare, dell'impianto di oggi. Si tratta di un punto molto importante, che dovremo approfondire (mi rivolgo in tal senso a lei, presidente) perché è uno dei punti su cui c'è stata una certa attenzione, anche perché è un istituto che in un modo o nell'altro ha funzionato.

**PRESIDENTE.** Mi pare che i nostri interlocutori abbiano riferito che mentre la *passivity rule* va accettata come principio, di fatto essa significa l'impotenza della società a resistere ad una OPA se non viene modificato il regime che governa la convocazione dell'assemblea.

**MAURO AGOSTINI.** Svolgo ancora due considerazioni. La prima riguarda il concerto; ritengo che questa sia una questione che sarebbe bene collocare in agenda in maniera meditata, ma anche con qualche interesse a stringere la valutazione su di esso. Al riguardo si leggono, a livello purtroppo non solo giornalistico, delle cose che griderebbero vendetta, anche per la semplicità con cui vengono affermate. Credo che sarebbe opportuno avere sull'argomento anche un contributo da parte dell'Assonime perché sarebbe come sempre di altissimo livello e quanto mai auspicabile.

Sulla raccolta delle deleghe operate un riferimento simile a quello che fate sull'OPA preventiva: si tratta di uno strumento che non ha funzionato e su questo non c'è dubbio. Avete già in mente qualche meccanismo di carattere regolamentare, oppure che richieda anche una modifica di carattere legislativo, che possa facilitare l'uso di tale strumento?

**PRESIDENTE.** Anch'io mi associo alle sollecitazioni fatte sul tema del concerto dall'onorevole Agostini in riferimento alla considerazioni contenute nella relazione dell'Assonime.

Vorrei porre, invece, una domanda su un punto che non è stato toccato esplicitamente nella relazione: è utile prevedere una legislazione europea in materia di OPA e, nel caso la risposta sia affermativa, si dovrebbe forse ripartire da quella proposta legislativa che il Parlamento europeo ha bocciato recentemente?

Faccio un'ulteriore delicata domanda, emersa anche nel corso della discussione che avemmo in Assemblea sulla parte meno politica del diritto societario: nel momento in cui si va verso un mercato dei capitali europeo — nel quale il nostro paese, per il suo ritardato sviluppo economico, per la debolezza storica del suo capitalismo, si presenta con imprese di minori dimensioni rispetto, ad esempio, a quelle di un paese come l'Olanda — esiste, ad avviso dell'Assonime, un problema di tutela del nostro mercato nazionale?

Nel campo bancario, ad esempio, è sorta una polemica riguardante l'apertura del settore al mercato europeo e il ruolo che svolge l'autorità monetaria nazionale con riferimento, in particolare, agli straordinari poteri che essa ha ed esercita sugli assetti societari delle banche, poteri che la Banca d'Italia giustifica con il problema del controllo delle società bancarie italiane.

**MAURO AGOSTINI.** Signor presidente, mi scusi, la questione da lei posta circa la disciplina comunitaria mi sembra molto importante; a tal riguardo, sarebbe, dunque, interessante acquisire l'opinione dell'Assonime, anche considerate alcune discussioni avutesi con riferimento al gruppo dei cosiddetti saggi incaricati a livello comunitario. Si tratta di questione intrigante, riferita allo schema americano per quanto riguarda la legislazione: livello federale e livello statale. Credo che l'accenno del presidente si riferisse proprio alla questione se fosse il caso — non pensando più ad una disciplina di carattere comunitario (ammesso che mai vi si arrivi) sull'OPA — di lasciare a livello statale la disciplina della materia e, quindi, consentire ai Parlamenti nazionali di regolamentare il punto. È solo una suggestione, una



fuga in avanti? Bisogna chiedersi se cominciare, nell'integrazione tra normative nazionali e normativa dell'Unione, a riflettere su uno schema un po' più ampio che possa, in qualche modo, ricalcare il riparto di competenze legislative esistente negli Stati Uniti — con il 'societario' lasciato alle legislazioni statali ed il 'finanziario' che è, invece, di carattere federale — oppure se sia, per così dire, una materia ancora troppo labile e, quindi, non valga la pena di entrare in una valutazione più di merito.

PRESIDENTE. Non essendoci altri interventi, do la parola al presidente Merloni e, quindi, al direttore generale Micossi per le repliche.

VITTORIO MERLONI, *Presidente dell'Assonime*. Mi limito a considerare due aspetti perché sugli altri si diffonderà il direttore generale Micossi.

L'onorevole Agostini ha osservato che stiamo continuando a legiferare solo a livello nazionale quando, invece, siamo sempre più dentro l'Europa. Tale considerazione richiama un po' la questione posta dal presidente: cosa si può fare per una nazione come la nostra che, avendo piccole imprese, si trova in difficoltà a competere con le altre?

Torno a ripetere quanto ho detto all'inizio circa l'ente che presiedo. L'onorevole Benvenuto è abituato a vedermi come presidente della Confindustria, cioè come controparte ma, in questa occasione, non vi è una controparte. L'Assonime aiuta le istituzioni nell'elaborazione ed interpretazione dei dati con l'obiettivo che vi siano una buona legge e un buon governo per il libero mercato. Stiamo raggiungendo tale risultato certo con misure nazionali, ma sempre più con interventi a livello europeo. Abbiamo, infatti, un ufficio a Bruxelles e stiamo sempre più cercando di capire e di integrarci con quanto sta accadendo a livello europeo.

PRESIDENTE. Vorrei chiedere se vi siano società analoghe all'Assonime negli altri paesi.

STEFANO MICOSSÌ, *Direttore generale dell'Assonime*. Esiste, in Germania, un istituto degli azionisti che è di grande qualità e con caratteristiche simili alle nostre; esiste una *Association des sociétés per actions* in Francia, ente sicuramente attivo (come, del resto, lo siamo noi); esiste, infine, nel Regno Unito, l'*Institute of directors*, che però è una associazione degli amministratori delle società ed ha uno scopo un po' più limitato. Quindi, vi è qualcosa di analogo ma non proprio di identico. Abbiamo cominciato a mantenere qualche contatto con tali istituti.

VITTORIO MERLONI, *Presidente della Assonime*. Al problema sollevato dal presidente La Malfa circa la minore dimensione delle nostre società e circa, usando un'espressione molto brutta, un pericolo di colonizzazione, non è facile dare una risposta. Infatti, siccome stiamo creando un'Europa sempre più integrata, con una moneta unica e, possibilmente, con leggi uniche e sempre più omogenee, distinguere tra una società italiana ed una francese sarebbe come distinguere tra una della California ed un'altra della North Carolina. Se vogliamo considerare lo sviluppo e la competitività pensando ai veri nostri *competitors*, Stati Uniti ed Asia, i discorsi basati sulle nazioni sono un po' difficili. Personalmente, ho sempre sostenuto che anche le piccole società possono essere multinazionali; infatti lanciai, a Parma, durante l'assemblea della Confindustria, il seguente slogan: le multinazionali tascabili. Non dipende dalla dimensione ma dallo spirito se una società può essere nazionale o multinazionale; l'esempio delle Merloni è che, oggi, il mercato nazionale rappresenta, per noi, il 20 per cento mentre l'80 per cento è costituito da altri mercati. Per noi, il mercato italiano non è nemmeno più il primo: siamo leader in Italia, però, vi sono mercati più grandi dell'Italia e, quindi, finiamo col vendere di più all'estero.

Perciò, non farei tali distinzioni. Certo — ne parlavo prima col presidente — sono rimasto molto male quando, in Germania, nel tentativo di comprare una società,

dopo aver concluso un contratto (500 pagine di contratto firmate!), il giorno in cui dovevamo fare il passaggio di proprietà della società é intervenuto un acquirente tedesco che l'ha comprata. La vicenda non mi è piaciuta molto; quindi, lo sento dentro, quello che vuole dire il presidente Giorgio La Malfa. Legiferare in tale direzione mi sembra, però, molto difficile.

STEFANO MICOSSÌ, *Direttore generale dell'Assonime*. Naturalmente, possiamo agire a livello europeo per rimuovere almeno le discriminazioni insopportabili; ad esempio, Pirelli-Continental fu un altro episodio. Badate che non è un caso che i due esempi riguardino la Germania che, con riferimento alle OPA, è il paese che continua ad avere gli strumenti e a perseguire, in certi momenti, una politica diretta di protezione della proprietà.

La prima domanda alla quale vorrei rispondere è quella dell'onorevole Benvenuto circa i poteri della Consob che, effettivamente, non sono ben definiti ed hanno dato luogo a controversie. Da tale punto di vista, la risposta è semplice, anche se il problema risiede nell'assenza di cultura e tradizione nel nostro ordinamento. Tali nuove autorità amministrative, che esercitano funzioni complesse, in modo discrezionale, nell'ambito della funzione esecutiva, debbono, a nostro avviso, avere poteri forti ai quali debbono corrispondere non solo un controllo giurisdizionale penetrante ma soprattutto procedure definite nella formazione dei loro regolamenti ed atti nonché forti regole e garanzie procedurali per i soggetti coinvolti. Questa, oggi, è la parte debole del nostro ordinamento e noi iniziamo a porre il problema. Lo abbiamo posto, in singoli casi, alla Consob ma, in questo momento, non riusciamo a discutere tali questioni con la Consob, che compie alcune consultazioni e accetta di interloquire ma secondo principi che non rende noti e secondo procedure che non sono formalizzate. Dunque, manca, in Italia, la tutela elementare dei diritti nei procedimenti davanti alla Consob mentre esiste nei paesi che hanno una tradizione di

questi poteri amministrativi. Questa è la questione che poniamo chiaramente. Lo ripeto: tale garanzia, nel sistema più sviluppato da questo punto di vista, cioè gli Stati Uniti, esiste dal 1946; vi è, infatti, una legge che regola tali procedimenti.

La seconda domanda riguarda l'OPA volontaria; a tale riguardo, l'idea originaria dell'Assonime era che tutto questo grande bisogno di OPA obbligatoria non vi fosse. Comunque, l'istituto adesso sussiste e si può migliorarne il funzionamento. Il punto essenziale dell'OPA volontaria, come di molti altri istituti (ad esempio, le deleghe di voto), è che il testo unico, la legge italiana ed i regolamenti sembrano rispondere ad una esigenza di superprotezione procedurale dei diritti del singolo piccolo azionista, diritti che sconfinano quasi nella democrazia politica anziché nella democrazia societaria. Paradossalmente, essi hanno avuto l'effetto indesiderato di irrigidire straordinariamente e rendere difficile l'utilizzo degli istituti. Questo è il punto che stiamo cercando di trattare. Con riferimento a ciò, è meglio che ci sia un potere più penetrante dell'autorità amministrativa, che permetta di decidere in certi casi se concedere o meno l'autorizzazione.

Per quanto riguarda le deleghe nell'ambito dell'assemblea dei soci, non sarebbe meglio consentire chiaramente la videoconferenza? Voi sapete che oggi non si ha il coraggio di convocarla in quanto non si sa se sarebbe valida. Esiste, invece, una disciplina minuta di specifiche ipotesi di deleghe di voto, che sono costosissime per le società. In realtà la gente non capisce: per partecipare a tali operazioni occorre compilare dei moduli, per capire i quali è necessario avere due lauree e conoscere tre lingue, ve lo assicuro. Bisognerebbe constatare la dimensione del fascicolo che occorre per partecipare ad un voto per corrispondenza. Evidentemente siamo andati troppo in là, ma tale situazione si può correggere.

Per quanto riguarda il concerto, che rappresenta un problema molto delicato, noi abbiamo proposto essenzialmente — lo ripeto — la via giurisprudenziale. La Corte

di giustizia europea ci indica una via: quella della definizione di certi elementi oggettivi nelle pratiche di concerto e si tratta di una via che forse potrebbe trovare accoglimento anche nella pratica giurisprudenziale italiana. In secondo luogo, noi pensiamo che la Consob avrebbe lo spazio per precisare, anche in via regolamentare, che la fattispecie debba corrispondere all'identificazione almeno di certi elementi oggettivi. Siamo poi ben consci che alla fine occorra una norma di chiusura che attribuisca il potere discrezionale alla Consob: ciò accade anche negli altri ordinamenti europei. Da questo punto di vista, *nulla quaestio*.

Per quanto riguarda le domande finali del presidente, integrate anche dall'intervento dell'onorevole Agostini, la legislazione europea sull'OPA serviva moltissimo. La normativa era imperfetta: non definiva bene il prezzo d'offerta, non stabiliva la soglia, lasciava, quindi, ai vari paesi diverse potestà discrezionali nel decidere l'OPA obbligatoria, e, quindi, dava potenzialmente luogo a discriminazioni. In Germania il *management* può deliberare le misure difensive senza il concorso degli azionisti purché ciò sia deciso in anticipo e previsto nello statuto. Negli altri ordinamenti europei questo non è possibile. La Germania, che è un paese molto corretto dal punto di vista istituzionale, prima di approvare la sua legge nazionale sull'OPA aveva atteso la decisione sull'OPA europea (che, quindi, fungeva da argine). Quando è caduta la direttiva sull'OPA europea, la Germania ha emanato la sua legge. Oggi la questione se il dossier sia recuperabile non è chiara: vi è una commissione di studiosi alla quale per l'Italia partecipa Guido Rossi, con il quale manteniamo un rapporto continuo di scambio e di discussione.

**PRESIDENTE.** Lo abbiamo già invitato ad una audizione nell'ambito di questa indagine conoscitiva.

**STEFANO MICOSSI, Direttore generale dell'Assonime.** Si tratta di una commissione composta dai massimi giuristi europei, di grandissima qualità, che sta cercando una soluzione a questo *puzzle*. Oggi, francamente, è difficile dire se esista una soluzione dopo l'emanazione della legge tedesca. Per il motivo che ho detto, la soluzione statale in questo caso non va bene in quanto esiste una barriera: in sostanza oggi un soggetto italiano che vuole operare acquisizioni in Germania incontra grosse difficoltà, mentre per una società tedesca non accade lo stesso in Italia. Ciò, quindi, rappresenta un problema. Credo, presidente, che abbiamo risposto a tutte le domande che ci sono state poste.

**PRESIDENTE.** Ringrazio a nome della Commissione i rappresentanti dell'Assonime, il presidente Merloni, il dottor Micossi e i loro collaboratori, per la loro presenza e per l'estremo interesse del documento che ci hanno consegnato e che risulterà utile per l'inizio dei nostri lavori. Se i colleghi, dopo aver letto tale documento, avranno bisogno di chiarimenti ci riserviamo di contattare ulteriormente l'Assonime. Dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 11.05.**

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI  
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. VINCENZO ARISTA

Licenziato per la stampa  
il 30 novembre 2001.

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

