

La seduta comincia alle 11.25.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

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).

Audizioni di esperti e studiosi.

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 di esperti e studiosi.

Ringrazio i professori Ferrarini, Gambino, Lener e Marchetti per avere accolto l'invito a partecipare all'indagine conoscitiva in oggetto. Nella lettera di invito è stato precisato che la Commissione ha deciso di svolgere tale indagine conoscitiva a tre anni dall'emanazione del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria al fine di stabilire quali siano le esperienze derivate dall'attuazione della suddetta normativa. In sostanza, la Commissione intende verificare se e in quale misura tale normativa abbia risposto alle esigenze di modernizzazione e di maggiore efficienza del sistema finanziario del nostro paese, e se vi siano aspetti richiedenti modificazioni o revisioni. Ciò al fine di accertare se sia

necessaria o meno una revisione del testo e, se si avvertirà tale esigenza, di quali parti dello stesso.

Non è oggetto d'esame l'intero testo unico, ma solamente alcune questioni riguardanti, ad esempio, le OPA, i patti di sindacato, la tutela dei diritti di minoranza ed il funzionamento delle istituzioni chiamate a sorvegliare il funzionamento del mercato, in particolare la Consob.

I professori hanno forse ricevuto il resoconto stenografico della prima audizione — svoltasi il 13 novembre — che ha coinvolto i rappresentanti dell'Assonime ed ha permesso di ottenere molte risposte alle questioni che la Commissione aveva sollevato. Oggi pensiamo di avvalerci in modo altrettanto proficuo delle vostre opinioni.

Prima di ascoltare l'intervento del professor Marchetti, devo scusarmi per la scarsa presenza di deputati dovuta alla sospensione, questa settimana, dei lavori dell'Assemblea. Sono comunque presenti due dei maggiori esperti in questa materia, gli onorevoli Agostini e Benvenuto. Inoltre, dell'odierna audizione viene redatto il resoconto stenografico, che sarà oggetto di lettura negli ambienti parlamentari ma anche in tutti gli ambienti interessati.

Do ora la parola al professor Marchetti.

PIERGAETANO MARCHETTI, *Ordinario di diritto commerciale presso l'università Bocconi di Milano*. A tre anni e mezzo dall'emanazione del testo unico n. 58 del 1998 il giudizio è complessivamente positivo, seppure con qualche riserva. Ritengo positiva la parte normativa sui mercati, sugli intermediari e sull'informativa, mentre nutro qualche riserva su quella concernente le società quotate. Viceversa suscita notevoli riserve, a mio parere, il modo con cui l'autorità di controllo, la

Consob, ne ha fatto e ne fa applicazione.

In tutto questo vi è, forse, un vizio storico: in fondo, il testo unico ha attribuito nuovi poteri alla Consob ma non ha disciplinato l'agire della stessa. Questo rappresenta, come ho appena detto, un vizio d'origine, perché ai lavori preparatori del testo unico la Consob ha fornito un doveroso e prezioso contributo conoscitivo, proponendosi però con forza come attore-regolatore piuttosto che come parte del territorio da esplorare ed ordinare. Il risultato è che nel presente testo unico la disciplina dell'attività della Consob rimane molto sullo sfondo, a differenza del testo unico in materia bancaria che riserva una parte alla stessa organizzazione e al funzionamento della Banca d'Italia.

Il primo tema sul quale intendo soffermarmi riguarda il potere regolamentare della Consob: a mio avviso, essa ha troppi poteri; il problema non sta però nel « quanto » ma nel « come » il potere regolamentare della Consob viene esercitato. Una flessibilità applicativa ed interpretativa, capace di adeguarsi ai tempi e di trarre profitto da esperienze passate, è opportuna; inoltre, è indispensabile un uso rigoroso, sotto il profilo procedimentale e delle garanzie delle parti, di questo ampio potere. Credo si debba compiere il massimo sforzo per far precedere, anche a livello applicativo, regole e principi alla loro attuazione. In tale prospettiva, condivido l'esigenza di porre ordine nella massa — che con ritmo quasi alluvionale sommerge l'operatore e l'investitore — dei più svariati interventi dell'*authority*, interventi che, sotto il profilo formale, si riconducono ad una inusuale varietà di tipologie che spesso sfugge alle consuete classificazioni degli atti amministrativi, sicché, quando sorgono controversie, una parte delle stesse è sempre dedicata al problema di accertare se l'atto sia o meno amministrativo (ciò, credo, causa un ampio spreco di tempo).

Non meno atipico è, a mio parere, il modo di parlare e colloquiare verso l'esterno dell'*authority*. Ciascun operatore, ciascun emittente, nei più svariati procedimenti, si trova di fronte ad una com-

missione che parla attraverso molteplici bocche. In ogni procedimento si hanno colloqui con commissari, con funzionari, con responsabili di questa o quella divisione — sette, otto, addirittura dieci soggetti — con il rischio di provocare una babele di linguaggi ed un labirinto di contatti. Autorità più mature non seguono questo sistema: prima si lavora al proprio interno e, poi, vi è un responsabile che parla all'esterno. Il dialogo fra autorità di controllo del mercato, emittenti ed operatori, anche in via preventiva rispetto al compimento di importanti operazioni e, quindi, mutuando il termine dall'esperienza fiscale, il *ruling* del caso concreto, è un obiettivo importantissimo, salutare ed essenziale. Tuttavia, i modi e i tempi di siffatto dialogo sono da disciplinare in base a criteri di trasparenza e di parità di trattamento.

Non vorrei entrare in casistiche, che hanno dato luogo a molte polemiche. Cito solo un caso: quello relativo all'infortunio avvenuto in occasione del regolamento dell'OPA; fu, infatti, adottato un regolamento che dilatava enormemente i temi della *passivity rule*. Con riferimento al caso dell'OPA Telecom, vi furono voci molto suadenti che ritenevano non fosse *fair* impugnare pronunce della Consob durante un'operazione di mercato. Si diceva che, durante tale fase, l'autorità di controllo nei mercati stranieri dovesse venire contesa con puntigliosità e ricorsi.

Allora facevo parte del consiglio Telecom ed ero fra coloro che ritenevano queste opposizioni sensate. In occasione della prima importante OPA successiva, quella Generali-INA, la giurisprudenza amministrativa, in particolare il Consiglio di Stato, fece per così dire piazza pulita, considerando quel regolamento della Consob illegittimo, perché troppo squilibrato a favore dell'offerente e poco tutelante la società *target*.

La storia non si fa con i « se », ma credo che, prima o poi, sulla vicenda Telecom bisognerà svolgere un attento studio e chiedersi se, in realtà, dopo tutte queste vicende, nel paese si sia creata o distrutta ricchezza.

Credo che, prima di avallare il mantenimento di ampi poteri regolamentari e prima di ampliare poteri conoscitivi, istruttori e sanzionatori — come la Consob spesso invoca —, occorra verificarne l'uso. Occorre altresì essere certi che non vi sia un'esigenza di interventi diretti a instaurare — mutuando il noto problema penalistico — un giusto procedimento. Tutto ciò conduce all'esigenza di rivedere e riorganizzare — colmando lacune e correggendo errori — la disciplina della Consob, soprattutto sotto il profilo organizzativo e procedurale.

Concordo con chi afferma che l'assenza di una disciplina precisa ed esaustiva sul procedimento e sull'attività istruttoria della Consob costituisca una gravità assoluta; aggiungo che il ritardo in materia è già esso di particolare gravità.

La reputazione di un mercato e, quindi, della piazza finanziaria italiana, ha bisogno di un organo di controllo autorevole, sicuramente neutrale ed equilibrato che, nei limiti del possibile, crei certezze e prevedibilità di comportamenti.

Onorevole presidente, onorevoli commissari, non voglio sembrare un nemico delle autorità. Dico ciò perché quanto più giusto è il procedimento, tanto più esso è trasparente, tanto minori sono le zone d'ombra non regolate nel procedimento, tanto più un'istituzione (cui, complessivamente, credo che il paese debba molto) acquista prestigio. Inoltre, acquistando prestigio l'autorità dei mercati, acquista prestigio il sistema paese nel suo complesso.

Vorrei svolgere qualche *flash* su temi particolari. Per quanto riguarda l'OPA, credo che tutti dobbiamo renderci conto che l'istituto dell'OPA obbligatoria non è scritto nella pietra, non è un elemento di diritto naturale: gli Stati Uniti non lo conoscono.

Credo che, quanto più le strutture proprietarie si avviano a veder diminuiti i casi di controllo precostituito, tanto minori sono l'esigenza dell'OPA e il rigore dell'OPA obbligatoria. Infatti, se la struttura proprietaria è già una struttura diffusa, è necessario — *in re ipsa* — che la

conquista del controllo di posizioni di rilievo passi attraverso un'altrettanto diffusa acquisizione di azioni e, quindi, un altrettanto diffuso pagamento dei prezzi di controllo.

Penso che, sotto questo profilo, il nostro paese abbia fatto passi in avanti. La stessa norma di recesso dei patti di sindacato in caso di OPA obbligatoria è in questo senso.

Bisogna evitare che un'OPA obbligatoria troppo pesante renda troppo oneroso il ricambio del gruppo di controllo. Certo, bisogna intendersi: l'onerosità dell'OPA obbligatoria funge da deterrente per l'imprenditore serio, che guarda alla conquista di un'impresa per fare l'imprenditore e che guarda con preoccupazione all'indebitamento. L'onere finanziario, infatti, non preoccupa l'imprenditore meramente finanziario che considera il debito una variante irrilevante da far pagare, in un modo o nell'altro, alla stessa società destinataria dell'OPA: credo che questo sia un aspetto sul quale riflettere.

Per quanto riguarda la soglia per l'OPA obbligatoria, sono un decisissimo fautore della tesi di mantenere una soglia presuntiva e fissa; in caso contrario, si determinerebbero un'eccessiva discrezionalità dell'organo di controllo, un aumento del contenzioso, una dilatazione dei tempi, un onere ed un'incertezza per tutti i partecipanti alla vicenda e ciò sarebbe assai grave.

Spero che nessuno si scandalizzi se dico che, a mio avviso, questa soglia potrebbe anche essere innalzata di qualche punto; ad esempio, potrebbe essere portata al 35 per cento. Del resto, nei lavori preparatori alla cosiddetta legge Draghi, alcuni parlavano di una soglia del 40 per cento e, al riguardo, vi sono delle evidenze. Attenendosi a ciò che la stampa economica sosteneva, Montedison aveva uno schieramento soddisfatto che si assestava intorno al 35, se non al 40 per cento; eppure, ciò non ha impedito che, con la successiva OPA, si mettesse insieme un 50 per cento. Allora, se dobbiamo trarre

insegnamento anche dai casi concreti, credo che questo sia un aspetto da non trascurare.

L'azione di concerto è ben conosciuta in tutti gli ordinamenti; tuttavia, essa non può essere una spada di Damocle o uno strumento visto come un agguato ad acquisizioni *sub* soglia OPA che, successivamente, ricevano il consenso di altri azionisti di rilievo.

Durante i lavori preparatori della cosiddetta legge Draghi era stata formulata una norma generica: ricorre l'OPA quando si raggiunge la soglia con un'azione di concerto. Si volle ancorare il concerto a precise fattispecie di carattere oggettivo. Si ancorò, così, la sussistenza del concerto alla sussistenza di un patto parasociale. Tuttavia, se l'accertamento della sussistenza di un patto parasociale ha un'enorme discrezionalità, rientra dalla finestra ciò che si volle cacciare dalla porta.

Credo che l'accertamento del concerto, anche attraverso la verifica di patti parasociali tipici, debba fondarsi su fatti che costituiscano presunzioni gravi, precise e concordanti. Scopro l'uovo di Colombo, dato che ciò è scritto in tutti i codici ed in tutte le norme processuali dei paesi avanzati, però la prassi applicativa non è in questo senso. Dunque, credo non sia inutile introdurre in un regolamento anche questi criteri.

Ho riscontrato dai resoconti un vivo interesse per l'OPA volontaria e preventiva e ritengo che tale interesse vada coltivato. Il nostro ordinamento consente tale tipo di OPA con troppa difficoltà. Mi riferisco alla possibilità di raggiungere, con un'OPA volontaria e preventiva, soglie che affranchino dall'OPA obbligatoria e di trattare chi raggiunge tali soglie come se avesse svolto un'OPA obbligatoria.

Attualmente, l'OPA volontaria può affrancare dall'OPA obbligatoria solo se ricorrono rigorosi presupposti: non bisogna avere più dell'1 per cento; bisogna fare un'offerta per almeno il 60 per cento; bisogna avere un'approvazione; non si può, nei successivi 12 mesi, acquistare per più dell'1 per cento, né procedere a fusioni

o scissioni. Mi pare che sarebbe ragionevole incentivare l'OPA volontaria in modo più liberale perché, in definitiva, è pur sempre il pagamento di un prezzo diffuso. Ad esempio, l'OPA preventiva dovrebbe poter affrancare dall'OPA successiva se con essa, partendo da un possesso non superiore a quello di collegamento (10 per cento), si superi comunque, quale che sia la percentuale oggetto dell'offerta, la soglia — che suggerirei di portare al 35 per cento — di OPA obbligatoria. Raggiunta tale soglia con l'OPA volontaria a prezzo libero, l'acquirente dovrebbe potersi comportare come chiunque abbia lecitamente raggiunto tale soglia e così, tra l'altro, incrementare la propria posizione di un 3 per cento all'anno. Si tratta di un'idea che si può ridisegnare, ma credo che vada sviluppata perché potrebbe essere la chiave per coniugare l'esigenza di pagare premi diffusi al mercato senza far diventare eccessivamente onerosa l'OPA.

Allo stesso modo sono molto perplesso sul mantenimento della cosiddetta OPA residuale. Mi sembra, francamente, un sistema un po' barocco quello per cui dopo un'offerta pubblica, se si supera il 90 per cento — o un'altra soglia —, si deve concedere una prova d'appello. Per chi? Per i ritardatari ed i disattenti o per alcune frange che speculano su questi pacchetti marginali? Tra l'altro, in questo caso il prezzo è fissato dalla Consob, e ciò costituisce un ulteriore onere (fa perdere tempo e lavoro), con venature dirigistiche.

Per quanto riguarda la tutela delle minoranze, vi è una constatazione condivisa. Vi è stata una scarsissima casistica di applicazione diretta dei nuovi istituti come l'azione di responsabilità, la sollecitazione di deleghe o la convocazione di assemblee su iniziativa della minoranza. Credo non sia del tutto corretto metodologicamente dire che, non essendovi stati casi, si tratta di una disciplina inefficiente. In primo luogo, occorrerebbe chiedersi se alla mancanza di applicazione positiva dei nuovi istituti corrisponda davvero una loro inefficacia ovvero se, comunque, si sia avuta un'efficacia deterrente. Infatti, una buona

campagna di prevenzione non fallisce se la malattia non esplode, anzi, vuol dire che essa è riuscita bene.

Un primo *test* per stabilire se tali norme abbiano una certa efficacia è la comparazione con gli altri sistemi. La comparazione ci dice che il nostro sistema di tutela delle minoranze si attesta, nell'ambito delle legislazioni europee, ad un livello di media severità, senza segnalarsi per vistose lacune.

In particolare, il *quorum* dei due terzi (la tutela della minoranza di blocco) ha avuto un notevole effetto preventivo. L'esperienza operativa conferma, dunque, che tale innovazione ha certamente avuto un notevole peso. Però, nell'unico caso verificatosi, la minoranza di blocco è stata utilizzata più da partecipi all'azionariato di riferimento in contesa per il controllo che da minoranze diffuse. Ritengo, poi, che questo istituto comporti certamente alcuni costi aggiuntivi. Sarebbe opportuno disciplinare, ma credo lo si farà in sede di riforma della società, l'abuso della minoranza di blocco come avviene in altri paesi.

Concludo dichiarandomi scettico sulla corrente di pensiero, che periodicamente si ripresenta, che affida la tutela delle minoranze ad una rinascita del ruolo dell'assemblea. A me pare che sia un meccanismo pericoloso: non vorrei che giornali ben orchestrati o movimenti emotivi del momento, attraverso i sistemi assembleari virtuali, portassero ad una instabilità. Certo, la sollecitazione delle deleghe va snellita, ma — come è stato osservato dalla dottrina americana e anche da noi — questi sono strumenti, ancora una volta, di deterrenza. Ove non sia sufficiente il comportamento degli investitori che se ne vanno, ove non sia sufficiente la *moral suasion* degli investitori istituzionali e dei risparmiatori che sollecitano un cambiamento di rotta, tali strumenti possono essere un meccanismo di minaccia di ultima istanza utile, senza per questo spingersi ad avere sempre le assemblee come masse oceaniche disinformate e ondegianti.

Credo, in definitiva, che un buon sistema di tutela delle minoranze debba basarsi sull'informazione (e in questo campo la Consob ha fatto cose importanti), su rigorosi controlli (il testo unico prevede interventi rilevanti, senza contare le norme di diritto penale societario), su norme penali, su codici di autodisciplina e sulle reazioni del mercato.

Vorrei trattare un ultimo argomento sulla Borsa. Personalmente — credo con altri colleghi — ritengo che *l'impasse* che si nota in altri paesi europei (cioè che la Borsa, come organo di gestione privato, avrebbe una conflittualità latente nel gestire il mercato e nell'ammettere alla quotazione), nel nostro paese sia largamente evitata tramite i poteri di vigilanza sui regolamenti e le informative e la vigilanza sulla quotazione che residuano alla Consob.

Credo, quindi, che il nostro modello non debba guardare l'Europa con soggezione ma, anzi, sia un modello cui tendere; in questa prospettiva, ritengo che la quotazione della Borsa sia un sistema per accrescere trasparenza, sindacabilità e riscontabilità della sua azione e, quindi, serva proprio ad annacquare quel latente conflitto in base al quale, in altri luoghi, si dubita che la stessa possa avere più ruoli.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Marchetti e, visto che nella sua memoria il professor Lener tratta gli argomenti nell'ordine opposto, direi di continuare con questa successione, ponendo le domande alla fine.

Do ora la parola al professor Gambino.

AGOSTINO GAMBINO, *Ordinario di giurisprudenza commerciale presso l'università La Sapienza di Roma*. Con qualche piccola diversità, mi sento molto in consonanza con gli argomenti svolti dal professor Marchetti e quindi potremmo, forse, svolgere quasi un dialogo a distanza.

Sulla base del programma vorrei soffermarmi su tre temi: i poteri normativi della Consob, la tutela degli azionisti di minoranza e la disciplina dell'OPA.

In linea generale, anch'io condivido gli argomenti svolti dal professor Marchetti

circa un giudizio complessivamente positivo sul testo unico, sia in tutto il suo impianto sia anche per la verifica che ha avuto nei tre anni, in particolare con riferimento al problema, centrale per il nostro ordinamento, della competitività fra gli ordinamenti giuridici: in questo quadro, mi sembra che il giudizio possa essere sostanzialmente positivo.

Tuttavia, ciò non esclude che si possa o si debba apportare qualche correzione ed integrazione e ritengo che quanto più le stesse sono circoscritte — e, quindi, individuate in modo abbastanza limitato — tanto più possono essere anche più facilmente adottate in sede legislativa. A mio parere, il rafforzamento dei poteri normativi della Consob è senz'altro positivo perché si inquadra nell'ampia delegificazione, un'esigenza fondamentale delle strutture degli ordinamenti giuridici attuali.

La legge va limitata a principi regolatori, come nel caso del testo unico, lasciando alla normazione secondaria la più ampia regolamentazione giuridica perché, essa possiede quella flessibilità e capacità di mutamento nel corso del tempo che non sono proprie della legge: a mio avviso, proprio la capacità di adattamento garantisce alla riforma stabilità nel lungo periodo.

Prenderei in esame quello che ha trattato anche il professor Marchetti, cioè la procedimentalizzazione dell'attività svolta dalla Consob, che vedrei non tanto o non solo sotto l'ottica che egli ha inquadrato in ordine alle istruttorie compiute dalla stessa Consob — e, quindi, ad una forma di procedimentalizzazione con parità di trattamento nell'istruttoria — quanto, piuttosto, con riferimento al problema delle garanzie dei cittadini per l'elaborazione normativa affidata alla stessa.

Attualmente, l'elaborazione normativa affidata alla Consob — estremamente ampia quanto a coacervo di tipologie di provvedimenti — è qualcosa che avviene nelle sue stanze, il che è molto diverso da quello che avviene per la legge che possiede la garanzia di tutti i lavori preparatori e della pubblicità, di un *iter* preciso;

quindi, la predeterminazione della *ratio* delle norme avviene anche attraverso l'esame e l'accertamento di tutto quello che è stato l'*iter* legislativo: tutto ciò manca nei confronti del potere normativo secondario della Consob.

Si aggiunga poi — il che aggrava la situazione — che, mentre la legge è sottoposta soltanto al controllo della Corte costituzionale, la normazione secondaria è sottoposta al controllo della giurisdizione amministrativa e, quindi, si propone per un contenzioso. Per esempio (ne ha parlato anche il professor Marchetti) nella materia del mercato finanziario, poiché gli interessi in gioco sono fortissimi, il contenzioso è pressoché inevitabile.

Sotto questo doppio profilo, mi domando se, limitatamente ai regolamenti Consob, non sia opportuna una procedimentalizzazione dell'*iter* formativo, prevedendo l'introduzione per via legislativa di un parere preventivo del Consiglio di Stato — obbligatorio ma non vincolante perché, ovviamente, va lasciata poi la responsabilità e l'autonomia piena alla Consob o ad altre autorità indipendenti di accettarlo o meno — che fornisca pubblicità al processo formativo della normativa, che ne approfondisca immediatamente la *ratio* e, principalmente, che prevenga quel contenzioso che — pressoché inevitabilmente, come ci ha ricordato il professor Marchetti — si verifica in presenza dei fortissimi interessi in gioco. È inevitabile che, nel momento in cui nasce un'operazione finanziaria sulla quale il regolamento debba giocare un ruolo, una parte o l'altra sostenga davanti al TAR e al Consiglio di Stato la non conformità di una certa disciplina.

Questo giudizio preventivo del Consiglio di Stato, già espresso in un suo parere sulla legittimità, potrebbe anche garantire la prevenzione del contenzioso.

PRESIDENTE. Professor Gambino, il parere del Consiglio di Stato renderebbe improponibili i ricorsi amministrativi?

AGOSTINO GAMBINO, *Ordinario di giurisprudenza commerciale presso l'università La Sapienza di Roma*. Certamente

no. Il Consiglio di Stato individuerrebbe, almeno in via generale, l'illegittimità delle norme e, quindi, scoraggerebbe la parte a proporre ricorsi ai TAR e, poi, al Consiglio di Stato stesso che, presumibilmente, non verrebbero accolti, a meno che non si tratti di un tema specifico che non sia stato identificato nel parere del Consiglio di Stato: si tratta, forse, di una forma di scoraggiamento e, poi, di pubblicità della *ratio*.

In tema di organizzazione normativa nei confronti della Consob, siamo in presenza di centinaia di atti e provvedimenti, la cui natura giuridica non è agevole determinare, e di orientamenti casistici che la stessa assume: in questo caso, forse, sarebbe opportuno — ma non c'è bisogno della legge perché, in fondo, la Consob, su invito del Parlamento, potrebbe fare da sé — elaborare un sistema di *guide lines* sui comportamenti doverosi da parte degli operatori del mercato e delle imprese ed, insieme, forme di raccolta sintetica o di massimari degli indirizzi e degli orientamenti casistici della Consob. È un modello che viene già attuato largamente, perché, ormai da molti anni, i grandi tribunali italiani si regolano così in tema di disciplina degli statuti societari e di omologhe. Di conseguenza, due operatori devono soltanto rivedere questi massimali dei tribunali civili italiani per verificare quali siano gli orientamenti assunti dagli stessi nel caso degli statuti. Questa, forse, potrebbe essere un'indicazione sulla base della quale la Consob potrebbe operare.

La seconda questione riguarda la tutela degli azionisti di minoranza. Anche in questo caso sono perfettamente d'accordo con il professor Marchetti sul fatto che la finalità legislativa del testo unico non sia in nessun modo (e giustamente) quella di tutelare i piccoli azionisti disorganizzati, in quanto si ritiene che oggi non ve ne sia bisogno e che non abbia alcun senso incentivare un contenzioso personale dei singoli azionisti disorganizzati, che non dispongono neanche degli strumenti giuridici ed economici necessari a tal fine.

In realtà, la finalità legislativa è stata quella di incentivare, da parte dei piccoli

azionisti, la gestione collettiva del risparmio, garantita dalla professionalità degli investitori istituzionali in linea generale, affidando a tali investitori il compito di svolgere un'attività di monitoraggio e di controllo della gestione delle imprese delle società quotate in borsa, in modo che tali investitori possano garantire ai piccoli azionisti, che non hanno un interesse economico a muoversi, una corretta gestione delle imprese e un monitoraggio sulla stessa. Giustamente il testo unico si è orientato sulla tutela degli azionisti di minoranza, identificati sostanzialmente negli investitori istituzionali.

Sono d'accordo con il professor Marchetti anche sul fatto che la questione segnalata dall'Assonime, per cui una serie di strumenti attribuiti agli investitori istituzionali in base ad una percentuale del 5 per cento minimo (azione di responsabilità, legittimazione all'impugnazione dei bilanci e denuncia al tribunale di sospetti di gravi irregolarità amministrative *ex* articolo 2409 del codice civile) non ha portato a controversie giudiziarie, non possa essere considerata di per sé un fatto negativo, poiché queste norme hanno prevalentemente una funzione deterrente. D'altra parte, questo era lo scopo primario che intendeva perseguire il legislatore e ritengo che in qualche misura sia stato soddisfatto.

Alcuni aspetti, invece, dovrebbero essere esaminati: quello relativo al potere degli investitori istituzionali di richiedere la convocazione dell'assemblea e quello inerente il sistema delle sollecitazioni al voto.

Per quanto concerne il potere di richiedere la convocazione dell'assemblea, si deve osservare che l'affidamento all'autonomia statutaria della previsione di una percentuale inferiore al 10 per cento del capitale sociale non ha favorito l'esercizio di tale potere. In tal senso, nell'ambito di una piccola riforma, potrebbe essere opportuno l'allineamento legislativo anche di questa norma alle altre, affidando una serie di poteri ai soci rappresentanti il 5 per cento del capitale sociale.

In effetti, accanto ad una riduzione del *quorum*, ciò che andrebbe effettivamente semplificato è il sistema di sollecitazioni al voto, rendendolo più agevole. In tale ambito, potrebbero essere utilizzati gli strumenti della tecnologia, consentendo la partecipazione ed il voto per teleconferenza — che, d'altra parte, è già previsto in diversi statuti societari — e gli strumenti offerti dall'informatica, anche con l'utilizzazione della firma digitale.

Dunque, se si unisce alla convocazione dell'assemblea anche una semplificazione del sistema delle sollecitazioni al voto potrebbe essere effettivamente garantita una partecipazione utile, tramite gli investitori istituzionali, al controllo nell'assemblea.

Condivido, inoltre, quanto sostenuto dall'Assonime in ordine al deposito dei titoli azionari nei cinque giorni precedenti all'assemblea. Infatti, tale deposito andrebbe coordinato con il processo in atto di dematerializzazione dei titoli azionari che, di fatto, scoraggia l'intervento in assemblea degli investitori istituzionali che, giorno per giorno, devono poter negoziare i titoli. Quindi, se per cinque giorni i titoli sono bloccati, evidentemente gli investitori non hanno alcun interesse a partecipare all'assemblea con quote significative di capitale sociale, non essendo nella possibilità di negoziare, anche improvvisamente, i titoli di cui hanno la disponibilità.

Per quanto concerne l'altro tema proposto nel programma, rappresentato dalla riforma della disciplina sull'OPA, occorre verificare — come rilevato nel programma — quali siano le finalità dell'OPA nei confronti della nostra economia.

Giustamente, il programma prevede che la finalità primaria dell'OPA sia quella di promuovere la contendibilità del controllo delle società quotate. È vero che nel testo unico è presente l'ulteriore finalità — anch'essa ricordata nel programma — di promuovere l'afflusso di capitale sul mercato da parte dei piccoli risparmiatori, facendoli partecipare al premio di maggioranza. Si tratta di un vecchio dibattito, ma tale seconda finalità, in quanto destinata a dare al piccolo risparmiatore un

vantaggio economico normalmente imprevedibile al momento dell'acquisto in Borsa, non è e non può essere considerata la finalità prevalente dell'OPA, al di là delle posizioni di principio in tema di rapporti fra maggioranze nel contratto e minoranze nella partecipazione al premio di controllo.

La finalità primaria del legislatore, nell'attuale sistema economico italiano, deve essere la contendibilità del controllo. Allora, se questa deve essere la finalità primaria, la verifica sul testo unico va svolta su questo punto, verificando se effettivamente esso abbia adeguatamente corrisposto alla finalità di promozione della contendibilità del controllo.

Occorre, dunque, esaminare i casi concreti di OPA. Quelle realizzate in questi ultimi tre anni sono sostanzialmente OPA totalitarie, sia obbligatorie sia volontarie, finalizzate alla stabilizzazione di un controllo già preesistente, quindi volte essenzialmente ad una ristrutturazione del gruppo stabilizzando definitivamente un controllo. In questo senso, le OPA realizzate in Italia non avevano la finalità e l'obiettivo di rendere il controllo contendibile, perché partivano già da una situazione di controllo. Quindi, possiamo non occuparcene.

PRESIDENTE. Qual è la casistica di OPA di questo tipo?

PIERGAETANO MARCHETTI, *Ordinario di diritto commerciale presso l'università Bocconi di Milano*. Si è trattato di offerte pubbliche fatte per far uscire dalla quotazione e avere il gruppo compatto. Ce ne sono state molte: sto pensando ad ipotesi concrete di società che già avevano una certa aliquota e hanno fatto l'offerta di completamento.

PRESIDENTE. Non mi viene in mente nessun caso.

AGOSTINO GAMBINO, *Ordinario di giurisprudenza commerciale presso l'università La Sapienza di Roma*. Non ho qui

con me i dati, comunque mi adopererò per farli avere alla Commissione già nel pomeriggio.

Abbiamo avuto poi le OPA preventive totalitarie, finalizzate all'acquisto del controllo e talora realizzate attraverso sostanziali operazioni di *leverage buy-out*. Dunque, OPA caratterizzate dall'assunzione di indebitamento forte — come diceva il professor Marchetti — in qualche modo, poi, da riversare sul gruppo dell'impresa offerente e dell'impresa bersaglio, attraverso fusioni ed altri strumenti.

Questo significa che tali fusioni o operazioni a valle non erano richieste da esigenze di riassetto imprenditoriale, come invece dovrebbe essere; si intendeva, invece, ridurre l'indebitamento, allo scopo di stemperarlo in un'entità molto più grande. In tal modo, però, si sono posti problemi di stabilità e di efficienza dell'impresa, ad un livello vario che in questo momento non siamo in grado di definire: con la creazione di un indebitamento abnorme o non necessario allo sviluppo, da far ricadere sulle imprese, si è toccato il tema della stabilità e dell'efficienza. Non ha importanza a quale livello ciò si sia verificato: si tratta di un'anomalia. Tuttavia, se questo è lo strumento che si è realizzato per rendere contendibile il controllo, chi, in sostanza, si è finito con il favorire nella legislazione italiana, nei casi in cui non si verifica tale anomala situazione? Si è finito con il favorire imprese con grandissima liquidità in grado di lanciare correttamente un'OPA; pensiamo alle Generali, per esempio: si tratta di imprese che hanno una struttura giuridica e d'impresa tale da disporre di una grande liquidità. Generalmente, le compagnie di assicurazione oppure le imprese straniere hanno tali caratteristiche; evidentemente, nelle imprese straniere si può registrare una grandissima liquidità.

Dunque, se questo è vero, ha ragione il professor Marchetti: occorre, realmente, incentivare l'OPA preventiva parziale, limitata al 60 per cento, per ridurre il costo e per distribuire il premio di maggioranza *pro quota*, non totalmente, agevolando la contendibilità del controllo attraverso il

minimo di spesa necessaria. Ne ha già parlato il professor Marchetti: cosa ha reso difficile la realizzazione di OPA preventive, volontarie e parziali, pur previste? La necessità del referendum. Per poter eseguire tali OPA, occorre il referendum della società avversaria. Consideriamo la difficoltà enorme di organizzare un referendum, senza, peraltro, sapere quale sia il risultato: a questo punto, non se ne fanno. Probabilmente, se si vuole incentivare l'OPA preventiva parziale, cioè a contendibilità del controllo, con strumenti corretti, senza affidarsi esclusivamente alle imprese con grandissima liquidità, occorrerebbe rivedere o, addirittura, eliminare i referendum per i soci della società bersaglio; tale scelta derivava più che altro da una posizione ideologica: gli azionisti della società bersaglio devono poter godere del premio di maggioranza e decidere.

In conclusione, vorrei fare qualche osservazione sulle manovre difensive: oggi, sostanzialmente, esiste un divieto di tali manovre se non vi è il consenso del 30 per cento dei soci. Quindi, si tratta di un divieto abbastanza rigoroso, benché non rigorosissimo: se un gruppo di controllo raggiunge il 30 per cento, riesce a fare manovre difensive molto forti. Tuttavia, sostanzialmente, il divieto di manovre difensive è abbastanza rigoroso. Mi pare un fatto positivo perché, in tal modo, si calmierà il prezzo di acquisto. D'altra parte, è anche vero che non si danneggiano i piccoli azionisti della società bersaglio: il testo unico, infatti, ha dato spazio alle offerte concorrenti senza limiti di rilanci, mentre, in precedenza, era consentito soltanto il primo rilancio. Quindi, l'assenza di limiti di rilancio consente agli azionisti una buona tutela attraverso le offerte concorrenti. In sostanza, la *passivity rule* è, a mio avviso, una norma utilissima proprio perché favorisce la contendibilità del controllo delle imprese italiane.

A questo punto, vorrei esaminare il caso proposto dal professor Marchetti: l'intervento del Consiglio di Stato sull'OPA delle Assicurazioni Generali. Al di là del caso concreto e del ruolo giocato sull'OPA dall'intervento del Consiglio di Stato, mi

pare che sia stato affermato un principio del tutto positivo, poi adottato dalla Consob con il mutamento del regolamento: in tal modo, per quello che capisco, si è determinata una situazione positiva per la quale non si richiede più un intervento legislativo attivo, sempre che il divieto di manovre difensive sia ritenuto utile per le imprese italiane. Il Consiglio di Stato, in realtà, ha ritenuto che la *passivity rule* non possa decorrere dal momento della comunicazione iniziale, se questa è incompleta; si è detto — mi pare giustamente — che la *passivity rule* scatta nel momento in cui vi sia una offerta completa in tutti gli elementi, in tutte le condizioni e in tutte le date: non ha valore, se poi la faccio fra sei mesi. Sostanzialmente la Consob si è adeguata, al di là del caso concreto: infatti, per il futuro, il regolamento attuale prevede, potenzialmente, un unico momento: si tratta del caso in cui l'offerente, invece che presentare una comunicazione generica, sottoponendosi, quindi, alle manovre difensive, sottoponga un'offerta corredata da tutti gli elementi, secondo le indicazioni della Consob. La *passivity rule* scatta da quel momento: può trattarsi, quindi, anche del momento iniziale. Dunque, sul tema, secondo me, non c'è bisogno di intervento legislativo: se è vero che la *passivity rule* è uno strumento positivo, oggi, con la correzione apportata dal Consiglio di Stato, tale regola è stata resa sufficientemente adeguata.

Infine, concordo con il professor Marchetti su una congrua facoltà di recesso dai patti sociali per il contraente che intenda aderire all'offerta pubblica; sarebbe, invece, del tutto eccessiva la previsione di una decadenza automatica, di cui si è sentito parlare. Quindi, anche su questo punto, a mio avviso non si rende necessaria alcuna correzione legislativa.

PRESIDENTE. Do la parola al professor Lener.

RAFFAELE LENER, *Ordinario di diritto privato comparato presso l'università Tor Vergata di Roma*. Francamente, anch'io ritengo che il testo unico del 1998,

alla prova di questi primi anni di rodaggio, si sia dimostrato ben fatto ed intelligente nello schema; inoltre, tutto sommato, è da considerare con apprezzamento la scelta di snellire la disciplina legislativa di rango primario con ampie deleghe alla potestà regolamentare delle autorità di vigilanza. Direi anche che le autorità di vigilanza si sono complessivamente comportate bene. Recentemente, molti hanno fatto notare che le critiche si appuntano principalmente sulla Consob e sul modo in cui ha esercitato tale potestà attuativa; d'altronde, ciò sta venendo fuori anche da quanto diciamo oggi.

Tuttavia, mi sembra giusto ricordare che ciò non deriva dal fatto che la Consob ha lavorato peggio delle altre autorità di vigilanza. La verità è che le deleghe al Tesoro ed alla Banca d'Italia non sono comparabili con quella affidata alla Consob: la delega era, nel caso del Tesoro, molto più limitata e, nel caso della Banca d'Italia, molto più tecnica. Per quest'ultima, certamente, si faceva perno sul concetto di garanzia e di stabilità; pur non trattandosi soltanto di questo, certamente la delega era di più facile attuazione rispetto a quanto richiesto alla Consob, cui è spettato un compito sicuramente più oneroso ed eterogeneo: è per questo che le critiche si rivolgono, da parte di tutti ed anche, sommessamente, da parte mia, essenzialmente alla Consob. Ciò non dipende dal fatto che essa ha lavorato peggio. Devo dire anche che è comprensibile che non sia stato possibile, almeno in prima battuta, per l'autorità di vigilanza limitare l'intervento allo strumento regolamentare, come sarebbe stato certo preferibile. Infatti, come hanno detto il professor Marchetti e il professor Gambino, non di rado si è dovuto far ricorso a vari tipi di comunicazione, a vario titolo, integrative e applicative dei regolamenti, creandosi talora una certa confusione e (come cercherò rapidamente di dimostrare) anche una qualche contraddizione tra le comunicazioni e tra comunicazione e regolamento.

Ritengo che potrebbe essere ottimo almeno l'intento di cercare una procedimen-

talizzazione della produzione regolamentare da parte dell'autorità di vigilanza, anche se può essere difficile passare da una soluzione teorica ad una pratica. In questo senso, un parere preventivo del Consiglio di Stato, come suggerito dal professor Gambino, potrebbe essere un'ottima soluzione: ovviamente non ci risparmierebbe il ricorso all'autorità giudiziaria amministrativa, ma potrebbe in qualche modo attenuarlo.

Tuttavia, credo che si potrebbe chiedere alla Consob di cercare di mettere un po' di ordine nel gran numero di comunicazioni emanate, cercando di verificare all'interno delle comunicazioni stesse cosa può essere « distillato » e portato in una norma di carattere generale, quindi nel regolamento. L'idea del professor Gambino di un'elaborazione di massimari sulla casistica attuativa è affascinante. È noto che la Consob è ben lontana da questo perché attualmente essa è velocissima nel diramare un sunto delle proprie comunicazioni, attraverso *newsletter* che hanno veramente una portata immediata: oramai, esse contengono quasi tutto ciò che viene letto, perché la notizia è velocissima, e circolano con un aggiornamento settimanale, o anche più frequente; si tratta di un meccanismo che ha mostrato di funzionare molto bene. Purtroppo questo ha portato ad un impoverimento dello sforzo di redazione dei bollettini, in cui sono inserite tutte le comunicazioni. Nella sua storia la Consob non ha mai pensato di elaborare indici analitici di questi bollettini: non solo siamo lontani dalla massimazione, ma anche da un tentativo di riordino che, probabilmente, sarebbe veramente molto semplice e faciliterebbe l'operato di chiunque debba interpretare queste comunicazioni e capire se sono realmente contraddittorie, come talora sembra.

Vorrei fare due brevi considerazioni su alcuni aspetti, cercando di concentrarle non tanto sul testo unico, ma sulla norma attuativa. Sui presupposti dell'OPA obbligatoria, va premesso che la disciplina del testo unico ha demandato alla regolamentazione secondaria importanti aspetti, con-

cernenti sia il procedimento di offerta sia le esenzioni dall'obbligo di OPA, adeguandosi ad un modello presente in altri ordinamenti stranieri e superando l'approccio della legge n. 149 del 1992, contraddistinta da una analiticità eccessiva, congiunta ad un dettato normativo, per la verità, spesso oscuro e impreciso. Inoltre, ulteriori margini di intervento per la Consob sussistono nei casi in cui il testo legislativo lascia aperte questioni interpretative anche importanti (come avviene anche per i presupposti dell'OPA obbligatoria). La disciplina di attuazione emanata dalla Consob ha il pregio di avere introdotto margini di flessibilità soprattutto sulle offerte obbligatorie per le quali, come è stato rilevato, l'opzione legislativa a favore dell'OPA totalitaria, nel caso del superamento della soglia al 30 per cento di possesso azionario, rischiava di trascurare fattispecie peculiari nelle quali, pur verificandosi i presupposti di legge, potevano sussistere ragioni di opportunità che giustificavano un'esenzione dall'obbligo di effettuare l'offerta.

Tuttavia, devo dire che nel far questo il limite principale del regolamento attuativo della Consob è nella formulazione di talune norme che, purtroppo, a volte è piuttosto vaga: penso alle ipotesi di esenzione per il caso di salvataggio di imprese in crisi, oppure per le ipotesi di fusione o scissione. L'oscurità della norma regolamentare ha necessariamente ampliato la discrezionalità della Consob e in larga misura ha reso imprevedibili alcune decisioni, per cui chiunque si trovi a lavorare in ipotesi di acquisto e di ristrutturazione di un gruppo di una società quotata e pensi di poter dire una parola sufficientemente sicura sul fatto che si possa ricadere nelle ipotesi di esenzione previste per salvataggio di imprese in crisi oppure per fusione o scissione, non è in realtà in grado di farlo.

Analoghe perplessità, secondo me, vi sono per gli interventi della Consob in risposta ai molti quesiti sottoposti a vario titolo dagli operatori. Per esempio, vi sono orientamenti parzialmente contraddittori sul calcolo della partecipazione rilevante

nel caso in cui la società abbia in portafoglio azioni proprie: su questo la Consob nell'ultimo anno si è sbizzarrita affermando cose, secondo me, palesemente contrastanti. Sul discorso dell'esenzione per ipotesi di fusioni o scissioni, la norma regolamentare esclude l'obbligo di OPA nel caso in cui il superamento della soglia rilevante avvenga a seguito di queste operazioni, salvo che l'acquisto della partecipazione non sia conseguente ad esigenze di razionalizzazioni o di sinergie industriali. Questa norma regolamentare, l'articolo 49 del testo unico, non è di agevole lettura, perché può essere interpretata in modi diversi. Il tenore letterale e la *ratio* della disposizione sembrano deporre nel senso che gli acquisti rilevanti, conseguenti a operazioni di fusione o scissione, non comportano obbligo di OPA a meno che l'operazione complessiva sia diretta esclusivamente ad acquisire il controllo di una società quotata; tuttavia, la formulazione della disposizione — in verità un po' infelice — può anche legittimare una diversa interpretazione, in base alla quale la ragione sottostante dell'acquisto (ossia l'esigenza di razionalizzazione o sinergia industriale) è elemento costitutivo della fattispecie esente, da accertarsi caso per caso. Questo non è mai stato chiarito dalla prassi applicativa e recentemente, nel marzo del 2000, la Consob ha affermato che le operazioni di fusione o scissione « devono essere esaminate caso per caso, nel loro disegno unitario, per verificare se vi siano elementi tali da far ritenere che nelle fattispecie concrete il ricorso alla figura giuridica della fusione o scissione sia strumentale e che il fine prevalente dell'operazione consiste, invece, nell'acquisizione di una partecipazione rilevante in una società quotata, in elusione alla disciplina dell'OPA obbligatoria ». Si può qui vedere che la formulazione in termini vaghi della norma regolamentare concede un margine di apprezzamento discrezionale all'autorità di vigilanza veramente enorme e rende difficile a chiunque operi nel campo di predeterminare i criteri che saranno utilizzati nel decidere sull'opportunità di accordare l'esenzione: natural-

mente, queste incertezze facilitano anche il ricorso al giudice amministrativo, talvolta semplicemente minacciato, altre volte messo in atto.

Sulle comunicazioni relative al calcolo della partecipazione quando ci sono in portafoglio società *target* e azioni proprie, la Consob ha veramente detto tutto e il contrario di tutto: si è prima affermato che bisogna considerare solo le azioni possedute dal socio di controllo; poi si è parlato di tutte le azioni; infine, si è parlato delle azioni direttamente possedute dal socio di contratto rapportate al capitale sociale « depurato » dalle azioni proprie. In realtà, le comunicazioni di quest'anno, anzi degli ultimi mesi, da agosto a novembre, dicono cose chiaramente diverse e non è chiaro se questo significhi che la Consob ha mutato orientamento (nel qual caso dovrebbe provare a inserire qualche norma nel regolamento) o se semplicemente questo si è verificato in maniera casuale.

Sui patti parasociali, in generale ritengo che la disciplina attuale realizzi un temperamento positivo tra tutela dell'autonomia negoziale, trasparenza e contendibilità degli assetti di controllo delle società che fanno appello al pubblico risparmio. Forse anche qui — probabilmente era inevitabile — il limite principale della disciplina del testo unico è ravvisabile nell'estrema ampiezza e genericità delle fattispecie che l'articolo 122 contempla; quindi c'è un rischio di applicazione di questa disciplina anche in ipotesi nelle quali non sussistono le ragioni a tutela del mercato che l'estensore dell'articolo 122 si proponeva.

Secondo me, in questo caso la Consob ha svolto un ruolo saggio e di estrema importanza nell'individuare criteri per circoscrivere l'ambito di applicazione della disciplina primaria e secondaria, soprattutto per quello che riguarda gli obblighi di pubblicità dei patti e l'OPA obbligatoria. Però, in taluni casi, l'approccio che la Consob ha seguito forse non si è mostrato del tutto rispettoso del testo della legge in quanto, a mio avviso, ha mostrato a più riprese — oramai su questo c'è un vero e

proprio consolidamento dell'opinione della Consob — di attribuire importanza decisiva a elementi che il legislatore, per la verità, sembrava avere espressamente ripudiato, quali la presenza di una azione concertata e lo « scopo concreto » di controllo avuto di mira dalle parti. In una comunicazione dell'aprile dell'anno scorso la Consob ha espressamente scritto: « Benché il testo vigente dell'articolo 122, rispetto al testo contemplato nel progetto preliminare, abbia eliminato il riferimento all'acquisto di concerto, la norma implicitamente fa comunque riferimento ad un concerto che abbia ad oggetto un acquisto ». Non dico che sia sbagliato, dico che è potenzialmente confusorio, e forse anche questo imporrebbe una rimeditazione del regolamento.

Alla *passivity rule* dedico veramente una battuta perché è stato già detto tutto. Le decisioni del TAR e del Consiglio di Stato nel caso Generali-INA hanno imposto alla Consob di rimettere mano al regolamento. In verità la Consob aveva introdotto un criterio — che, personalmente, trovavo saggio — di scissione nell'ambito del procedimento di offerta tra una comunicazione iniziale dell'intenzione di promuovere l'offerta e la pubblicazione del prospetto informativo; quindi riteneva — come ricordavano sia il professor Marchetti che il professor Gambino — sostanzialmente applicabile la cosiddetta *passivity rule* fin dalla prima comunicazione. TAR e Consiglio di Stato hanno costretto la Consob a modificare il regolamento, posticipando il *dies a quo* per l'applicazione della *passivity rule* al momento di consegna alla Consob del documento di offerta.

Questa soluzione realizzata dalla Consob — e lo vediamo in tanti casi — è stata malamente utilizzata: penso alla recentissima e ancora neanche iniziata OPA su Lottomatica. È una soluzione più libresca, più cartacea che reale; ha spostato poco. Questo perché la Consob ha realizzato un compromesso tra gli opposti interessi della società destinataria dell'offerta e dell'offerente, rischiando però, in qualche modo, di sacrificare l'interesse degli azionisti ad

una scelta tempestiva, pur se adeguatamente informata, in merito all'adozione di misure difensive. In verità la Consob dice che la *passivity rule*, che corre dal momento in cui l'offerente consegna alla Consob il documento di offerta, ha fatto sì che i documenti di offerta che vengono oggi consegnati sono sostanzialmente stringati, in modo tale da essere estremamente simili alle comunicazioni iniziali sufficientemente chiare e precise del precedente testo regolamentare. Cioè, se la Consob avesse dovuto portare alle estreme conseguenze quello che il Consiglio di Stato aveva detto, probabilmente avrebbe rinviato l'adozione della *passivity rule* ad un momento in cui in realtà era ben noto alla società *target* ed al suo *management* che c'era un'intenzione concreta di realizzare l'OPA e quindi, in qualche modo, l'avrebbe sterilizzata.

Sulle deleghe di voto sono state già dette molte cose; faccio soltanto un'ultima battuta sui piani di *stock options* perché su questo recentemente la Consob è intervenuta moltissimo, anche perché è un fenomeno che si è molto diffuso nel nostro ordinamento, così come in altri. Sappiamo che l'attribuzione di azioni ai dipendenti della società emittente costituisce oramai un importante strumento di incentivazione e — se vogliamo — di responsabilizzazione dei lavoratori, dei dirigenti. L'introduzione dell'istituto nel nostro ordinamento ha posto delicati problemi di armonizzazione con la disciplina generale della sollecitazione all'investimento, contenuta negli articoli 94 e seguenti del testo unico.

Il legislatore ha previsto la possibilità — questa è stata un'importante novità — di introdurre deroghe agli obblighi di pubblicità e di controllo previsti dalla legge.

La Consob ha recepito queste istanze nel regolamento di attuazione semplificando il procedimento previsto per l'ipotesi di sollecitazione, per quel che riguarda, in particolare, l'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, a seguito dell'istruttoria della Consob stessa. Però, le più recenti comunicazioni della Consob sembrerebbero — in verità — escludere del tutto la riconducibilità della fat-

tispecie in esame — l'offerta di *stock options* — alla nozione di sollecitazione all'investimento. Questo viene fatto senza chiarire se la deroga riguardi tutte le ipotesi di offerte di azioni ai dipendenti ovvero soltanto determinate fattispecie, di nuovo da valutare caso per caso e con un certo margine di flessibilità e discrezionalità non predeterminabile. Sarebbe opportuno, a mio avviso, un recepimento dell'orientamento della Consob nel corpo del regolamento. Infatti, la Consob ha fatto perno sul concetto di esistenza di un interesse di natura finanziaria nell'operazione da parte della società che offre le azioni ai propri dipendenti; è un concetto che si è rivelato alla prova dei fatti — penso ad una molteplicità di casi nell'ultimo anno — molto sfuggente, tale da mettere di nuovo in seria difficoltà l'interprete chiamato ad applicarlo.

PRESIDENTE. Do la parola al professor Ferrarini.

GUIDO FERRARINI, *Ordinario di diritto dei mercati finanziari presso l'università di Bologna*. Signor presidente, vorrei anzitutto testimoniare che l'esperienza ormai triennale di applicazione del testo unico della finanza conferma la solidità dell'impianto e la validità della maggior parte delle soluzioni adottate.

Passando ai punti che per l'audizione ci avete sottoposto, inizierei da quello che riguarda i poteri normativi attribuiti all'autorità di vigilanza. Da più parti è stata criticata l'ampiezza di questi poteri; personalmente non condivido questa critica. La formulazione di leggi in termini generali è ormai una costante nei diversi ordinamenti per quanto riguarda il diritto del mercato finanziario e, conseguentemente, anche l'attribuzione di ampi poteri regolamentari alle autorità di controllo è, generalmente, ritenuta opportuna nei vari sistemi. Certo, la normativa secondaria che è stata adottata è perfettibile sia nei contenuti sia nella forma. In particolare, sul piano dei contenuti, in certe materie è a mio avviso auspicabile un migliore coordinamento tra le discipline dettate dalla

Banca d'Italia e quelle dettate dalla Consob. Faccio l'esempio della gestione collettiva del risparmio, che rientra nelle competenze regolamentari di entrambi gli organismi; in questa regolamentazione si verificano frequenti sovrapposizioni che sono certamente fonte di costi per gli operatori — costi collegati alla regolazione —, che potrebbero essere facilmente evitati.

Per quanto riguarda le disposizioni del testo unico in materia di tutela delle minoranze azionarie, direi che l'impatto di queste disposizioni è stato, con qualche eccezione, rilevante. Alcune hanno già prodotto effetti notevoli (è già stato citato l'esempio della minoranza di blocco nelle assemblee straordinarie), altre valgono soprattutto per il loro potenziale (citerei, in proposito, le norme in materia di *delisting*), altre hanno avuto una applicazione estesa.

Non ha, invece, trovato applicazione — come è già stato affermato — l'articolo 129 in tema di azione sociale di responsabilità. Vorrei segnalare il fatto che esistono probabilmente al riguardo anche difficoltà processuali che potrebbero ostacolare l'applicazione di questa norma e che, quindi, meritano approfondimento, forse anche nel corso di questa indagine. Infatti, secondo un orientamento, il mantenimento della posizione di azionista per tutta la durata del processo (ipotesi quindi anche lunga) rappresenterebbe una condizione di legittimazione dell'azione. Se tale orientamento fosse confermato, evidentemente emergerebbe l'esigenza di ripensare, in sede di revisione del testo unico, i profili processuali di questa materia.

Per quanto riguarda l'OPA, ritengo che il bilancio della disciplina sia complessivamente positivo. Sottoporrei, tuttavia, all'attenzione alcuni argomenti come temi di una possibile riforma. In primo luogo, quello della decorrenza della *passivity rule*, del quale si è già parlato in quest'audizione.

La disposizione del testo unico, che riguarda le manovre difensive, non fissa il proprio ambito temporale di applicazione. Da ciò è sorta controversia, in particolare,