

in occasione dell'OPA delle Assicurazioni Generali sull'INA. Il TAR ed il Consiglio di Stato hanno risolto tale controversia, adottando un'interpretazione della legge difforme da quella che era stata recepita dalla Consob.

La situazione che ne risulta è, a mio avviso, sfavorevole alle OPA ostili sotto un duplice profilo: gli amministratori della società bersaglio potrebbero venire a conoscenza dell'offerta in anticipo rispetto alla comunicazione e porre in essere le misure difensive che rientrano nei loro poteri; la società offerente, dal canto suo, deve usare ogni possibile accorgimento per mantenere segreta l'operazione e fare ogni sforzo per avere il documento d'offerta pronto nel tempo più breve possibile.

Per porre rimedio a questa situazione, si dovrebbe anzitutto precisare l'ambito temporale di applicazione dell'articolo 104 in sede di riesame del testo unico. Si dovrebbe, inoltre, prevedere un obbligo di comunicazione dell'OPA non appena i termini essenziali dell'offerta siano stati decisi. Pertanto, anche l'articolo 102 dovrebbe essere modificato, in sostanza prevedendo, a livello legislativo, la prima comunicazione che il regolamento Consob, poi sostituito, già prevedeva.

Per quanto riguarda, invece, l'acquisto di concerto, ricordo che nella bozza di testo unico, inviata dal Governo al Parlamento, non si richiedeva per il concerto un accordo delle parti, essendo sufficiente che queste agissero consapevolmente in modo coordinato. Per altro verso, si individuavano alcune presunzioni legali relative di cui una, in particolare, riguardava il comportamento successivo degli interessati. Questa disposizione venne ritenuta ambigua dal Senato e la Commissione finanze di quest'ultimo suggerì che il concerto fosse desunto dall'esistenza di patti parasociali, come poi è avvenuto nell'articolo 109 del testo unico.

A mio avviso, tuttavia, questa modifica non ha eliminato il problema di origine. Infatti, in relazione all'articolo 109, perché si abbia un patto, anche nullo, è necessario che esista un accordo che sia socialmente riconoscibile, sebbene non giuridi-

camente vincolante. Un tale accordo potrebbe esistere anche nel caso di collusione tacita. Pertanto, anche l'azione di concerto, non fondata su un patto, potrebbe essere rilevante per l'articolo 109 del testo unico, come già lo era per la bozza Draghi. Al riguardo, il mio modesto suggerimento sarebbe quello di ritornare al testo della bozza originaria, più chiara sotto questo profilo.

Il secondo suggerimento riguarda i poteri della Consob. L'esperienza applicativa ha, infatti, dimostrato che la Consob è sfornita di adeguati poteri di accertamento, ed anche di ispezione, con riferimento all'azione di concerto.

La norma unica di riferimento può essere attualmente l'articolo 115 del testo unico che, tuttavia, riguarda in via principale il tema dell'informazione societaria. Anche ad ammettere che questa norma si possa applicare, deve poi riconoscersi che essa possa operare anche nei confronti di soggetti semplicemente sospettati di essere parti di un patto parasociale nascosto. In ogni caso, verso questi soggetti non vi sarebbe alcun potere ispettivo, salvo che essi fossero emittenti quotati. Pertanto, la disciplina del testo unico dovrebbe essere, a mio parere, modificata, attribuendo alla Consob poteri di vigilanza, anche di carattere ispettivo, nei confronti dei potenziali concertisti.

Un altro argomento importante è quello del prezzo dell'OPA obbligatoria.

Come sappiamo, il testo unico, all'articolo 106, ha adottato una soluzione che cerca di mitigare la regola inglese di origine sull'OPA obbligatoria. La soluzione adottata, peraltro, si presta a obiezioni importanti. Cito la principale: il riferimento al prezzo di mercato degli ultimi 12 mesi fa sì che il prezzo dell'OPA obbligatoria sia fissato in modo assolutamente casuale. Se i mercati azionari sono in fase di rialzo, il prezzo dell'OPA sarà verosimilmente a sconto su quello di acquisto del pacchetto di controllo. Se i mercati, invece, sono, in fase discendente, il prezzo dell'OPA potrebbe essere pari a quello dell'acquisto del controllo ed, in certe ipotesi, addirittura superiore, tanto da im-

pedire il trasferimento del controllo. In ogni caso, la volatilità dei mercati si presta a comportamenti opportunistici delle parti che potrebbero procedere al trasferimento del controllo, nel momento più sfavorevole, alle minoranze azionarie dal punto di vista del meccanismo di calcolo del prezzo. Considerati questi inconvenienti ed il distacco che la regola comunque realizza dal principio di trattamento degli azionisti, riterrei che si dovrebbe riflettere se non sia preferibile aderire, in modo pieno, al modello inglese che applica all'OPA successiva il prezzo più alto pagato per l'acquisto del controllo. L'occasione potrebbe essere opportuna anche per rivedere il tema dell'esclusione delle azioni di risparmio dall'OPA obbligatoria; nel momento in cui si ripristina pienamente il principio di parità di trattamento, si dovrebbe riflettere sull'opportunità di un'esclusione di intere categorie di azioni dall'OPA obbligatoria.

Un ultimo suggerimento è di prendere spunto dal *city code* anche per introdurre nel nostro sistema due regole importanti che, nel Regno Unito, servono a promuovere il valore azionario nell'OPA. La prima è enunciata dalla regola 10 del *city code* secondo la quale, in sintesi, ogni offerta che sia mirata a conseguire la maggioranza del capitale di una società, quindi ogni offerta totalitaria o parziale ai sensi dell'articolo 107, deve essere condizionata dall'acquisto da parte dell'offerente di almeno il 50 per cento dei diritti di voto. La *ratio* di questa regola è abbastanza chiara: la necessità di raggiungere la percentuale stabilita dei diritti di voto, cioè il 50 per cento, esercita una pressione sul prezzo poiché la curva dell'offerta è ascendente.

In altri termini, l'offerente, per avere successo in un'OPA per il controllo, dovrà offrire un prezzo idoneo ad ottenere tante adesioni quante sono necessarie per rendere l'OPA incondizionata.

Questa regola colora in modo particolare quella sull'OPA totalitaria: non basta lanciare un'offerta sull'intero capitale, bensì è necessario raggiungere più della

metà dei diritti di voto; il che significa anche offrire un prezzo adeguato al conseguimento di tale risultato.

La seconda regola, che suggerirei di mutuare dal *city code*, è enunciata nell'articolo 31, comma 4, del *city code*, dove si afferma che dopo che un'offerta è divenuta incondizionata quanto all'accettazione, l'offerta deve restare aperta per accettazione per non meno di 14 giorni dalla data in cui sarebbe altrimenti venuta a cessare. La *ratio* di questa disposizione è da individuare nella tutela contro la pressione a vendere esercitata dalle OPA: in pratica, è come se si dicesse che coloro che sono favorevoli all'offerta possono aderire subito, mentre quelli contrari possono astenersi, sapendo peraltro di poter aderire se il partito dei favorevoli avrà il sopravvento. La soluzione è, pertanto, simile a quella che si avrebbe se a ciascun aderente fosse consentito di esprimere il proprio consenso o dissenso sull'OPA, con l'impegno a restituire i titoli nel caso di prevalenza dei voti contrari.

Ritengo che l'esperienza italiana di questi anni dimostri l'opportunità dell'accoglimento di queste regole; in particolare, mi sembra che l'esperienza di questi anni confermi l'insoddisfazione per un sistema come il nostro che, da un lato, consente che l'OPA preventiva totalitaria possa mirare al conseguimento di un quantitativo esiguo di azioni e, dall'altro, non lascia spazio al ripensamento degli azionisti che non abbiano aderito all'OPA nell'aspettativa di un insuccesso della stessa. Va considerato, a questo riguardo, che per un fenomeno ben noto una grande parte delle adesioni perviene all'offerente nell'ultimo giorno di offerta, potendo pertanto cogliere di sorpresa gli azionisti che non abbiano aderito.

Concluderei formulando qualche osservazione sommaria sul tema dei mercati regolamentati. Da qualche parte si ipotizza il ritrasferimento alla Consob del potere di ammissione a quotazione; personalmente, sono contrario ad una tale ipotesi. Ritengo che il quesito stesso che viene posto, o meglio, che la proposta stessa che viene formulata sia influenzata dal precedente

inglese: in Inghilterra, i poteri di *listing* della Borsa di Londra sono stati trasferiti all'autorità di controllo dei mercati (la *Financial services authority*). Penso tuttavia che il precedente inglese in questo caso non valga, dal punto di vista italiano, per il contesto storico e finanziario in cui si inserisce.

Infatti, nel Regno Unito, il trasferimento dell'autorità per il *listing* alla FSA è avvenuto in occasione della demutualizzazione della Borsa di Londra. Si è ritenuto in particolare che la sopravvenuta commercializzazione delle attività della Borsa fosse incompatibile con il mantenimento della funzione di *listing*. Al formarsi di questa opinione ha certamente contribuito il fatto che, nel Regno Unito, l'autorità per il *listino* è unica: la Borsa di Londra avrebbe avuto un potere monopolistico in materia, pur operando ormai in un mercato concorrenziale. Pertanto, il trasferimento del *listing* all'autorità di mercato va apprezzato nel contesto di un sistema che tradizionalmente ascriveva la relativa funzione ad un organismo di autoregolazione. Va anche considerato che la FSA è un soggetto privato, pur investito di funzioni pubbliche, che in qualche misura ripete il carattere dell'autoregolazione.

Il nostro sistema, fin dall'entrata in vigore del decreto di attuazione della direttiva sui servizi di investimento del 1996, ha fatto una scelta diversa. Quando i nostri mercati furono privatizzati, il legislatore italiano ha optato per il decentramento dei poteri di ammissione a quotazione. Si noti che da noi il decentramento non attribuisce una posizione monopolistica perché ogni mercato regolamentato che venisse costituito oltre a quelli esistenti avrebbe il potere del *listing*.

Per questa ragione, il mio suggerimento è quello di valutare il precedente inglese nel contesto storico ed economico di quel paese e, al contempo, di comparare questo precedente con la situazione italiana, tenendo conto della storia del nostro sistema e valutando anche, se si vuole, l'analogia con sviluppi analoghi intervenuti in Francia negli ultimi anni. La Francia, come

l'Italia, ha attuato un decentramento nella materia del *listing* in occasione della più generale privatizzazione dei mercati.

PRESIDENTE. Ringrazio i professori Marchetti, Gambino, Lener e Ferrarini per il contributo di grandissimo interesse fornito alla conoscenza di questi problemi.

Passiamo alle domande dei colleghi.

MAURO AGOSTINI. Mi associo al presidente La Malfa nel ringraziare gli esperti auditi per l'altissimo livello delle conoscenze e dei contributi forniti; d'altronde, non poteva non essere così, considerati i nomi degli esperti auditi. Personalmente, vorrei limitarmi a formulare alcune domande, non esprimendo valutazioni per così dire di simpatia intellettuale rispetto ad alcune posizioni espresse, in particolare quella relativa al ruolo dell'assemblea. Sarebbe quest'ultimo, invece, un tema molto interessante da sviluppare, ma in altra sede.

Vorrei invece soffermarmi sui punti che anche voi avete sottoposto alla nostra attenzione. Non spetta a noi dare un giudizio sul nostro prodotto; cerchiamo quindi di averlo da voi. Mi sembra che il giudizio sia sostanzialmente positivo, pur con diverse sfumature. Sottolineo anch'io come fu molto difficile, nel momento in cui esprimemmo il parere parlamentare sullo schema di decreto legislativo predisposto dal Governo — sul quale tornerò successivamente —, mantenere distinti gli ambiti relativi alla normazione primaria e secondaria dal momento che, con il testo unico, nell'ordinamento italiano si determinava una vera e propria soluzione di continuità. Il legislatore italiano era infatti abituato a ben altro comportamento, di segno assolutamente opposto. È chiaro che si trattò di una scommessa: riterrei oggi di poter dire che, con gli elementi di aggiustamento che tutti voi avete sottolineato, questa scommessa sia stata vinta. Una scommessa che pone l'ordinamento italiano in maggiore sintonia rispetto agli altri paesi.

Per quanto riguarda la soglia dell'OPA obbligatoria (per questa ragione ho fatto

riferimento allo schema del decreto legislativo), come si ricorderà la proposta formulata inizialmente dal Governo era molto diversa rispetto a quella che il Parlamento suggerì. Credo pertanto si possa dire, senza incappare in errori clamorosi, che sostanzialmente l'OPA è un prodotto parlamentare, soprattutto per quanto riguarda la determinazione della soglia relativa all'OPA obbligatoria. Infatti, nella proposta originaria del Governo si faceva riferimento al potere della Consob di « muovere » la soglia rispetto al 15 per cento che il Governo individuava, a seconda che fossimo o meno in presenza di società ad alta capitalizzazione e ad azionariato diffuso, rimandando in tal modo all'autorità il potere di modifica. L'operazione che venne fatta fu completamente diversa e, vorrei ricordarlo, non venne inventato niente: ci guardammo un po' intorno e « tirammo la riga » al 30 per cento, tenendo conto, soprattutto, dell'esperienza inglese.

Mi interessa molto il discorso sull'OPA volontaria preventiva, anche per motivi personali, se mi consentite il riferimento, perché, allora, ero l'unico che ci credeva e che si è battuto per essa (anche se, naturalmente, dovetti accettare, come sempre avviene nei compromessi parlamentari, delle « ciambelle » da mettere intorno all'OPA preventiva). Mi interessano molto, quindi, sia il discorso fatto 15 giorni fa, in questa sede, da Assonime, sia le vostre valutazioni.

Non so, professor Gambino, se il punto sia esattamente da individuare nel referendum: nutro delle perplessità, proprio utilizzando i suoi argomenti sugli strumenti tecnologici per l'assemblea. Ma lasciamo stare, questa è una questione di dettaglio. Invece, a mio giudizio, è molto importante approfondire questo aspetto, perché è uno strumento che, con qualche ritocco — forse non si tratterebbe di nulla di più — può diventare un elemento importante.

Vorrei porre un paio di domande. La prima riguarda la sollecitazione fatta agli emittenti, e non solo ad essi, a dotarsi di codici di autodisciplina: che giudizio date

sull'esperienza concreta che è intervenuta dal 1998 in poi? Ai fini più complessivi, pensate che questa opportunità sia stata colta in maniera sufficientemente efficace?

Non c'è dubbio che l'ispirazione del testo unico fosse quella di creare l'ambiente idoneo allo sviluppo e all'opera degli investitori istituzionali, non certo, come giustamente voi avete detto, del singolo azionista o, peggio, del disturbatore d'assemblea. Mi pare che, anche su questo, il risultato sia importante. A questo fine, voi ritenete che, a proposito della *passivity rule*, sia importante un intervento legislativo? Mi pare che poc'anzi il professor Ferrarini sia stato assai esplicito. Pensate che la situazione debba restare così com'è, a seguito delle vicende che conosciamo? Pensate che possa essere la stessa Consob a risistemare la questione? Oppure ritenete che debba essere il legislatore ad intervenire? Credo che tale aspetto, sia per il dibattito che si è svolto in questi anni, sia per la sede in cui ci troviamo, abbia un certo rilievo.

Un'altra domanda riguarda l'esercizio dell'azione di responsabilità tra i poteri delle minoranze. Qual è la vostra opinione sull'esperienza passata e sugli eventuali accorgimenti di cui il legislatore deve tener conto in futuro?

Infine, vi è un'ultima questione, di carattere un po' più generale, relativa al vostro ragionamento sulle OPA e al fatto che, molto spesso, questi sono dei *leveraged buy-out* e, quindi, caricano sulle due società l'onere del debito. A vostro giudizio, la lunghezza della catena di controllo ha una qualche influenza? Nell'esperienza italiana si è manifestato, in diversi passaggi, anche questo elemento.

PRESIDENTE. Alle domande dell'onorevole Agostini, ne vorrei aggiungere altre due, una generale e una più specifica. Dal vostro punto di vista, al sistema finanziario italiano e al suo sviluppo è più utile la contendibilità o la stabilità? Questo, naturalmente, rispetto ad un sistema che ha

le caratteristiche di debolezza storica che conosciamo e che sono state analizzate tante volte.

La domanda specifica, invece, su cui mi piacerebbe conoscere le opinioni dei nostri esperti, riguarda l'OPA di concerto, un punto che è stato sollevato. Se ho capito bene, il professor Ferrarini suggerisce che, in questo caso, la Consob debba essere dotata di poteri ispettivi più approfonditi. Io nutro qualche dubbio sull'ipotesi di conferire poteri ispettivi ad un sistema in cui, in un certo senso, si cerca di restringere l'interferenza e di lasciare sempre più libero gioco al mercato, perché sia esso a giudicare. Sarei molto preoccupato se dessimo alla Consob il carattere di una magistratura vera e propria e, comunque, vorrei capire meglio questo punto. Al contrario, andrei nell'altra direzione: non si potrebbe stabilire che il concerto debba essere, come mi pare abbia detto qualcuno tra voi, chiaro, preciso e accertabile *per tabulas*, diciamo, piuttosto che presunto o accertato attraverso indagini ispettive? Su questo mi pare siano emerse posizioni diverse e, forse, una parola in più potrebbe chiarire le cose.

Do la parola ai nostri ospiti per le risposte.

PIERGAETANO MARCHETTI, *Ordinario di diritto commerciale presso l'università Bocconi di Milano*. Per quanto riguarda l'autodisciplina, personalmente ero piuttosto scettico. Devo dire che i risultati sono stati superiori al mio scetticismo: non ottimi, ma nella prassi societaria essi hanno avuto un peso. Ad esempio, il comitato di controllo interno — non fosse altro perché gli amministratori temono, se non viene istituito, di incorrere in una responsabilità specifica — qualcosa fa. È stato il comitato di controllo interno che ha « messo il dito » in casa Telecom su alcuni episodi, che non voglio qualificare, ma che sono comunque da considerare.

Amministratori indipendenti ve ne sono e vi è un'accresciuta richiesta di partecipazione del consiglio per avere la documentazione elaborata in precedenza; complessivamente credo che, con l'autodisci-

plina, la cultura della formazione di decisioni più partecipate e più sorvegliate sia cresciuta. Naturalmente, dipenderà dal monitoraggio e dalle conseguenze che si vogliono trarre da questo fenomeno. Comunque, ripeto, personalmente, pur essendo uno scettico su questo, ho avuto una risposta, dall'interno della vita delle società, migliore di quella che mi aspettassi.

In merito alle OPA e all'intervento legislativo forse qualche intervento di ritocco è opportuno. Personalmente, cercherei un'occasione di riordino e di risistemazione della materia, anziché un'iniziativa *ad hoc*.

Per quanto riguarda l'esercizio dell'azione di responsabilità, vi è forse qualche ritocco processuale a cui pensare; tuttavia si sono verificati dei fenomeni interessanti. Prima di tutto, giudico positivamente il ricorso frequente, all'interno delle società, alle polizze assicurative e il notevole aumento dei compensi degli amministratori, almeno di quelli dotati di particolari cariche. Nell'ambiente italiano vi è una condanna per chi guadagna, e ci si muove con cautela, ma, a mio parere, il fatto che i compensi siano alti è una prova di verità, perché, altrimenti, non si capivano certi compensi, se non ipotizzando pacchetti di benefici privati che, in qualche modo, arrivavano da qualche parte.

La seconda questione è la seguente: il ricorso a forme d'assicurazione è una cartina di tornasole (legittima, perché trasferire la responsabilità a sistemi assicurativi è un fatto storico apprezzabile), ma dimostra la presenza del « fiato sul collo » derivante dal rischio di responsabilità. Alcuni ritocchi processuali e i fatti testé citati sono, a mio parere, di non poco significato.

Per quanto riguarda l'OPA di concerto ed i poteri ispettivi, vorrei fare una battuta: nell'unico caso verificatosi di OPA di concerto, era talmente poca la voglia di usare poteri ispettivi che il soggetto imputato di concerto non è neppure stato sentito nell'ambito del procedimento. Andiamo avanti con cautela, dunque, anche perché, a mio avviso, i poteri ispettivi esistono. L'articolo 114 prevede il potere

di chiedere informazioni su un fatto rilevante, perché se si presentano determinate circostanze, c'è il concerto e la comunicazione al pubblico. Si tratta, sicuramente, di un fatto idoneo. A mio parere gli strumenti sono presenti ma, come in tutti i paesi, devono essere utilizzati. L'OPA di concerto è, in tutti i paesi, un caso sempre eccezionale: pochi sono i casi accertati. Tale strumento deve essere usato con saggezza e con il riscontro fattuale in base al sistema normale delle presunzioni.

Che cosa prevale tra la contendibilità e la stabilità? Il pendolo, in una certa misura, pende verso un'eccessiva, apparente enfasi della contendibilità. La stabilità rappresenta un bene se non si trasforma in cancrena. Gli assetti stabili vanno bene se riescono a passare la mano prima che la mela si guasti. Ecco il problema dell'eccessiva onerosità dell'OPA. Vi sono stati dei casi, anche recenti.

Vorrei ora rispondere all'ultima domanda relativa al valore creato e al valore distrutto nelle offerte pubbliche. Bisognerebbe chiamare giuristi, economisti ed esperti in metodi quantitativi ed attuare qualche tentativo. Certamente, il problema della catena aggrava questo sistema. Da un lato, può renderlo molto oneroso, dall'altro facilita le vie di distruzione di ricchezza a determinati livelli. Probabilmente, si è andati oltre nell'applicazione del principio dell'asserita contendibilità. Il problema è che, se la contendibilità diventa troppo onerosa ed una forma della stessa è l'offerta, certe situazioni di stabilità possono diventare di stabilità patologica (cariatidi che non si muovono, situazioni che peggiorano). Noi abbiamo, invece, bisogno di un mercato che faccia da spazzino quando vi sono gestioni inefficienti, che distruggono ricchezza e che devono essere cambiate.

AGOSTINO GAMBINO, *Ordinario di giurisprudenza commerciale presso l'università La Sapienza di Roma*. Per quanto riguarda la prima domanda, relativa al codice dell'autodisciplina, ho l'impressione che, in realtà, non gli si possa dare un rilievo fondamentale nel quadro generale.

Offre un contributo utile, ma niente di più.

Con riferimento alla *passivity rule*, probabilmente non è più necessario un intervento legislativo, considerata l'interpretazione fornita dal Consiglio di Stato. Forse, per fornire certezza giuridica agli operatori, potrebbe esserci un chiarimento relativo alla linea adottata dal Consiglio di Stato. Si può dare all'offerente una doppia via. La prima prevede una comunicazione preliminare concernente solo informazioni strettamente necessarie. In tal caso, sono possibili diverse manovre difensive, fino al momento della presentazione del documento finale. La seconda via prevede la possibilità, fin dall'inizio, di presentare un documento contenente tutti gli elementi dell'offerta. In tal caso occorre chiarire, definitivamente, che le manovre difensive saranno possibili solo se è stato raggiunto il consenso del 30 per cento. Si tratta di un chiarimento di ciò che si desume dal pronunciamento del Consiglio di Stato.

Per quanto riguarda l'azione di responsabilità, ritengo che la situazione vada bene così com'è. È importante, infatti, che vi sia stata questa funzione deterrente nei confronti delle imprese, ossia che il 5 per cento degli azionisti possano promuovere azioni di responsabilità. Più di questo non farei. Non vorrei, infatti, fornire stimoli all'esercizio di azioni di responsabilità, ovviamente destabilizzante per l'impresa e che rappresenta per la stessa un costo. Se poi tali azioni sono strumentali non presentano, evidentemente, alcun vantaggio per l'economia.

Per quanto riguarda il *leveraged buy-out* — lunghezza della catena di controllo —, si tratta di un problema che, forse, si dovrebbe affrontare in sede di riforma legislativa delle società per azioni, poiché uno dei temi è proprio quello relativo della disciplina del gruppo, anche in funzione di tutti i riflessi a cascata che da tale tema possono derivare. Occorre tenere presente la questione, non tanto in questa sede, quanto nell'altra.

Vorrei ora rispondere alla domanda se sia più utile la contendibilità o la stabilità. Ho l'impressione che in Italia, nel sistema delle imprese italiane, venga privilegiata la

contendibilità rispetto alla stabilità. Abbiamo un retaggio d'eccessiva stabilità e si avverte la necessità, come diceva il professor Marchetti, di far controllare dal mercato l'efficienza delle imprese. Il controllo del mercato non ha che questo scopo, sostanzialmente renderlo contendibile. Bisognerebbe, in qualche modo, scoraggiare o rendere più appetibile una forma diversa di OPA — l'OPA parziale — rispetto alle OPA che sono condotte, invece, con strumenti anomali, semplicemente per acquisire il potere; non, dunque, ai fini dell'aumento della redditività. L'OPA dovrebbe avere la finalità, per il mercato e per il paese, di aumentare la redditività delle imprese e trasferire il controllo da un *management* che non garantisce la piena o la massima redditività, ad un altro *management* — attraverso operazioni di ristrutturazione di gruppo, fisiologiche e non patologiche — per accrescere la redditività. Dall'altro lato, occorre scoraggiare le OPA fondate sull'indebitamento.

Credo non ci sia nulla da fare sul piano legislativo, anche perché, se non sbaglio, nel corso dei lavori della commissione per la riforma, in realtà, sono caduti tutti i divieti relativi all'acquisto di azioni proprie, sostanzialmente, di *leveraged buy-out*. Ne comprendo anche la ragione: in Italia c'è la tendenza a perseguire la via del giudizio penale. Tuttavia, nel caso di *leveraged buy-out*, tale atteggiamento mi pare eccessivo; quindi, ben vengano quei divieti. Certo, in linea generale non mi sembra che siffatte operazioni possano tornare utili all'economia italiana. Con questo limite, forse — ma, in fondo, mi pare di avvertire un consenso generale — andrebbero incentivate il più possibile le OPA parziali, automaticamente scoraggiando, di riflesso, le OPA totalitarie fondate sul *leveraged*. Con riferimento, poi, alle osservazioni formulate dall'onorevole Agostini, probabilmente è vero (infatti avevo parlato di ridurre o eliminare il *referendum*) che consentire il voto da casa probabilmente risolverebbe il problema; ma qui deve intervenire il legislatore.

Per quanto riguarda, infine, il concerto, ho l'impressione che non si possa pervenire a soluzioni sicure. Se si ritiene che esso debba essere in qualche misura sanzionabile, ci si scontra, tuttavia, con il fatto che il concerto medesimo è quanto di più evanescente vi sia (intanto, perché è di tutta evidenza che si cerchi di realizzarlo non attraverso strumenti tipici, ma attraverso comportamenti). Per tale ragione, credo sia impossibile formalizzare l'ipotesi del concerto. Ad ogni buon conto, come sottolineava poc'anzi il professor Marchetti, sarebbe bene che il legislatore si affidasse, sul modello delle legislazioni straniere, a presunzioni gravi, precise e concordanti e non consentisse, pertanto, di « spaziare » troppo.

RAFFAELE LENER, *Ordinario di diritto privato comparato presso l'università Tor Vergata di Roma*. Sul punto dell'autodisciplina concordo con il professor Marchetti. Mi sembra, infatti, che l'esperienza degli organi di controllo interni sia da valutare con molto favore: hanno cominciato a funzionare abbastanza bene e la loro attività è destinata ad ampliarsi (anche oltre l'attuale disciplina dei mercati finanziari) perché, a seguito della recente introduzione della cosiddetta responsabilità penale delle persone giuridiche — in realtà, si tratta di responsabilità amministrativa conseguente ad illecito penale —, l'unico modo per cautelarsi è quello di avere un organismo di controllo interno efficiente.

Agli amministratori indipendenti non si può richiedere, secondo me, più di tanto. Giudico tale strumento un po' spuntato. Mi è stato chiesto, una volta, di assumere tale incarico, ma non me la sono sentita e tuttora non me la sentirei: credo che il singolo possa fare pochissimo e che si tratti, sostanzialmente, di un'operazione di facciata. Vero è, d'altronde, che nell'esperienza nordamericana c'è una categoria di professionisti specializzati in tale compito; in tal caso, se davvero lo strumento funzionasse, forse avrebbe senso, anche in un mercato più ristretto come il nostro (ma non vi attribuirei un grandissimo

significato). Piuttosto, un po' deludente è la capacità delle associazioni di categoria di proporsi come possibile fonte di autoregolamentazione per gli aderenti. Sotto questo profilo, mi sembra che sia stato fatto molto poco o, comunque, meno di ciò che era consentito dal testo unico e dalla disciplina di attuazione.

Per quanto riguarda la *passivity rule*, guarderei con favore ad un intervento legislativo che facesse chiarezza. Sia pure esponendo argomentazioni non del tutto coincidenti, mi pare che tutti noi abbiamo fatto rilevare che è comunque possibile operare una scelta in ordine al momento (tra i due possibili) in cui debba scattare la regola di passività (anche prima di un'assoluta definizione di tutti gli elementi dell'offerta); d'altra parte, temo che un intervento legislativo mirato alla soluzione di tale questione possa rivelarsi peggiorativo (e non lo dico per sfiducia verso il Parlamento).

PRESIDENTE. Per esperienza!

RAFFAELE LENER, *Ordinario di diritto privato comparato presso l'università Tor Vergata di Roma*. Sì.

Per quanto concerne l'azione di responsabilità delle minoranze, ricordo che quando è stata introdotta la norma molti hanno scritto che, proprio per il ruolo degli investitori istituzionali (di possibile coagulo degli interesse delle minoranze), quest'arma non sarebbe stata utilizzata, in quanto — come ricordava anche il professor Gambino —, potenzialmente dirompente (e, perciò, tutto sommato, non conforme all'interesse degli investitori istituzionali). Anch'io non toccherei la disciplina attuale. Non è detto che questa sia un'osservazione che possa essere fatta *ex post*: probabilmente, il fatto che l'azione di minoranza ci sia e che l'investitore istituzionale o, comunque, l'aggregatore di soci minoritari possa quanto meno minacciarla, già di per sé può contribuire ad una più corretta gestione della società.

Sul *leveraged buy-out* credo che, in una certa misura, la moltiplicazione dei soggetti interposti e la lunghezza della catena

di controllo possano incidere. È vero, altresì, che abbiamo visto alcune operazioni di OPA meramente finanziarie (e perciò più «cattive»), ma temo che non si possa fare molto. Pensare che una autorità di vigilanza possa dire ad un'OPA «sì» e ad un'altra «no» a seconda della credibilità del progetto industriale è un po' rischioso. Teoricamente — ma capisco che è solo teoria —, una banca che finanzia un'OPA dovrebbe credere nel progetto che c'è dietro; ma mi rendo conto che questo è un discorso molto libresco.

Per quanto riguarda la scelta tra contendibilità e stabilità, penso che oggi, per il mercato italiano, non si possa sostenere che stabilità significa protezione degli equilibri preesistenti: la contendibilità è un dato di fatto e bisogna riuscire a gestirla bene.

Infine, con riferimento al concerto, anch'io, come il professor Marchetti, credo che se la Consob utilizzasse appieno lo strumento che le è offerto dall'articolo 114 del testo unico avrebbe la possibilità di fare gli accertamenti del caso. Ad ogni modo, il concetto rimane necessariamente sfuggente e va verificato nei casi concreti. Non penso ad una sorta di parametri oggettivi (perché questo forse è impossibile), però si potrebbe pensare a fissare, ma non a livello legislativo, qualche presunzione che possa guidare l'organo di vigilanza.

GUIDO FERRARINI, *Ordinario di diritto dei mercati finanziari presso l'università di Bologna*. Prendendo avvio delle questioni sollevate dall'onorevole Agostini sul tema dell'autodisciplina, ho qualche difficoltà a pronunciarmi, essendo stato uno dei redattori e promotori del codice di autodisciplina. Confermo che credo nello strumento: ritengo, infatti, che esso abbia contribuito ad un miglioramento della pratica. Penso, altresì, che l'esperimento fosse inevitabile: tutti i paesi, ormai, hanno accertato le loro *best practices* in questi cosiddetti codici o rapporti; quindi, l'Italia non poteva non fare altrettanto, perché i mercati internazionali lo richiedevano, non per ragioni teoriche o di

forma, ma per ragioni davvero sostanziali.

Sono personalmente soddisfatto che ci siamo forniti di un codice; spero che esso possa essere migliorato e penso che debba anche essere assolutamente attuato dalle imprese. È difficile dire quanto sia stato fatto finora. Dai primi risultati emerge un'attuazione ampia. Si tratterà di vedere se, successivamente, alla forma e agli enunciati corrisponderà la sostanza.

Per quanto riguarda l'OPA, mi sono già pronunciato sull'opportunità di una modifica della *passivity rule*. Certamente, la Consob non può fare nulla di più di quello che ha fatto. Quindi, se si vuole migliorare il nostro sistema in punto di contendibilità, si deve modificare la disciplina. A tale proposito, ricordo che il codice di Londra prevede una soluzione addirittura più severa di quella che ho proposto, perché impedisce le azioni difensive fin dal momento in cui in buona fede si abbia ragione di ritenere che un'OPA stia per essere lanciata. Immagino che, se il progetto di direttiva comunitaria troverà alla fine uno sbocco, dovremo conseguentemente modificare la nostra disciplina in sede di attuazione della direttiva.

Per quanto riguarda l'azione di responsabilità, ho sollevato una questione di ordine processuale, che penso debba essere approfondita. Se la mia preoccupazione trovasse conferma, vi sarebbe un ostacolo decisivo all'esperimento dell'azione di responsabilità, non potendosi immaginare che il reclamante lasci depositato per dieci anni circa (tal è la durata della causa) il 5 per cento del capitale azionario di una società (che può essere anche rilevante). Quindi, se questa fosse la situazione, sicuramente si dovrebbe pensare ad una revisione di questo unico punto processuale, tenendo in considerazione, tra l'altro, che siamo nel campo della tutela di interessi diffusi, quindi le soluzioni potrebbero essere anche un po' diverse da quelle del diritto processuale tradizionale.

Sul punto del *leverage buy-out*, mi permetto di dissociarmi dai colleghi. La mia valutazione non è negativa sul fenomeno, per il collegamento del *leverage*

buy-out all'OPA; l'esperienza americana e tutta la letteratura finanziaria recente ci confermano che, anzi, il ricorso a questi strumenti ha effetti benefici dal punto di vista del funzionamento del mercato del controllo e del monitoraggio sulle imprese; ciò non toglie però che ci debbano essere dei limiti al *leverage buy-out*. Giustamente, la legge delega per la riforma del diritto delle società chiede in sostanza al Governo di precisare questi limiti.

Per quanto riguarda le catene societarie, farei una osservazione che ha già fatto in fondo l'onorevole Agostini. L'OPA a cascata dovrebbe essere il rimedio per il fenomeno della catena in punto di trasferimento del controllo; cioè, se ai piani alti della catena si realizza un trasferimento di controllo è necessaria l'OPA su tutte le società a valle. Che poi in casi recenti si siano potute muovere critiche a quanto si è verificato, a mio avviso questo deriva dal fatto che il nostro mercato è ancora, rispetto a certe società soprattutto, eccessivamente frammentato; infatti, mancando gli investitori istituzionali è possibile esercitare, con una quota azionaria inferiore al 30 per cento, un controllo pieno di una società. Con i sistemi più avanzati e i mercati finanziari più evoluti questo non è possibile perché gli investitori istituzionali hanno circa il 50-60 per cento delle società (e forse più), e questo impedisce certamente che una tale situazione si verifichi. Quindi il rimedio mi sembra stia nel promuovere la presenza di investitori istituzionali nel mercato italiano.

Sul punto sollevato dal presidente La Malfa, a proposito di contendibilità e stabilità, non avrei esitazioni a scegliere la contendibilità, con il semplice argomento che questa fa parte della cultura del mercato finanziario; quindi, se vogliamo recepire questa cultura, dobbiamo portare tutto quello che essa implica. Ciò non significa che alle società debbano essere spuntate le armi difensive. A mio avviso, anche sul punto delle difese preventive da noi si può fare ancora qualcosa. Io non mi scandalizzerei *a priori* sull'uso di difese preventive o successive; l'importante è che queste difese siano utilizzate non per pro-

muovere interessi di gruppi di azionisti o dei *managers*, ma per massimizzare il valore dell'investimento azionario. Allora, se la difesa fosse uno strumento negoziale relativamente al prezzo dell'OPA, mi sembra che potrebbe essere accettata, soprattutto quando essa venisse deliberata dall'assemblea.

Quanto all'OPA di concerto, vorrei fare due precisazioni a proposito di quanto detto. L'attenzione qui si è concentrata sui poteri ispettivi. Mi rendo conto della preoccupazione giustamente sollevata dal presidente; noto, peraltro, che alla Consob, rispetto alle società non quotate che agiscano di concerto, mancano addirittura i poteri di sentire gli amministratori e di richiedere documenti, cioè mancano tutti i poteri di cui all'articolo 115. Perciò si potrà discutere sul potere ispettivo, ma dei poteri vanno dati perché — e qui vengo al secondo punto — il concerto è nella maggior parte dei casi nascosto; lo si può desumere solo da un parallelismo di comportamenti, dopo di che si deve accertare cosa ci sia dietro. Da questo punto di vista, quindi, è molto importante poter vedere le carte.

PRESIDENTE. Ringrazio in modo sintetico, ma non per questo meno sostanziale, i nostri ospiti per il contributo offerto alla nostra riflessione.

Sul problema della creazione o meno del valore, qualche volta bisognerebbe sentire anche gli economisti. Il limite che vedo

nel capitalismo americano, a proposito della contendibilità, è che c'è una massimizzazione, ma non vorrei che fosse relativa al valore di Borsa della società nel breve periodo. Il problema della stabilità è legato ai gruppi che esercitano la guida nel tempo delle società e qualche volta la guida nel tempo delle società indica che il valore è legato ad una attività pluriennale. La Borsa è un organismo di breve respiro, le imprese e lo sviluppo economico sono di lungo respiro. Quindi, non so se sempre coincidano, e se allo strumento dell'efficienza momentanea dei mercati corrisponda sempre la fiducia del mercato. Venendo da una tradizione politica che del mercato si ricordava ben prima che diventasse acquisizione generale, mantengo qualche dubbio sul fatto che il mercato possa essere saggio nel medio e nel lungo periodo quanto lo è nel breve. Era questa la ragione della mia domanda.

Vi ringrazio ancora e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 13.35.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. VINCENZO ARISTA

*Licenziato per la stampa
l'8 febbraio 2002.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO