

grado di flessibilità alla normativa e una maggiore certezza e coerenza dell'attività applicativa.

Le offerte obbligatorie su società partecipate a catena.

La disciplina dell'OPA sulle società partecipate a catena (c.d. OPA a cascata) è stata introdotta dal TUF in considerazione della diffusa presenza nel sistema italiano di catene societarie; si tratta, in sostanza, di strutture piramidali in grado di assicurarsi il controllo di società sottostanti mediante un limitato investimento. A tal fine, può risultare utile anche l'emissione di azioni di risparmio prive del diritto di voto, che consentono al soggetto dominante di raccogliere mezzi finanziari senza perdere il controllo della catena.

Si può, peraltro, osservare che se il sistema delle catene societarie, spesso abbinato alla stipulazione di patti di sindacato, costituisce una caratteristica peculiare dell'esperienza italiana, visto che in altri ordinamenti l'obbiettivo del conseguimento e del mantenimento del controllo mediante quote minoritarie di capitale viene ottenuto attraverso modalità differenti, quali le azioni con diritti speciali o a voto plurimo. Tali istituti, come evidenziato da Borsa italiana, risultano sgraditi al mercato non meno dei gruppi piramidali in quanto pregiudicano la contendibilità del controllo delle imprese quotate.

Nel corso dell'indagine sono state formulate osservazioni critiche in merito al sistema di controllo piramidale. In particolare, Borsa italiana ha sottolineato che il fenomeno delle catene societarie, mediante un'impropria moltiplicazione di entità giuridiche distinte in cui si articola una realtà imprenditoriale sostanzialmente unitaria, non agevolerebbe l'efficienza del mercato dei capitali e della *governance*. Nel gruppo piramidale, infatti, non sempre sarebbe definibile l'autonomia funzionale delle diverse società, con conseguente aumento dei conflitti potenziali di interesse e assenza di trasparenza sulla distribuzione del valore all'interno della catena. Ne

potrebbero derivare difficoltà nella valutazione dei titoli emessi dalle società del gruppo e una crescente diffidenza degli investitori, soprattutto esteri, tali da tradursi in un ostacolo considerevole allo sviluppo dei mercati finanziari italiani.

Secondo Borsa italiana, il fenomeno delle catene assumerebbe un carattere particolarmente preoccupante nel caso delle c.d. « scatole cinesi », che si caratterizzano per il fatto che l'attivo patrimoniale o i ricavi di una società quotata sono rappresentati in misura prevalente dalla partecipazione in altra società quotata. Tale fattispecie presenterebbe, oltre agli inconvenienti sopra menzionati, anche il rischio di un incremento artificioso delle opportunità di investimento offerte dal mercato, di un maggiore ostacolo al ricambio del controllo, nonché di una duplicazione dei corsi azionari.

La Borsa Spa ha escluso la possibilità di ammettere a quotazione le società che si configurano quale « scatole cinesi » e ha comunicato di avere allo studio ulteriori regole restrittive al riguardo, tra l'altro mediante la previsione della revoca dalla quotazione delle società che assumessero volontariamente tale configurazione.

Analoghe misure sono state adottate nel Regno Unito dal *City Code* (nota 7 della rule 9.1.) e in Francia dal *Réglement du Conseil des Marchés Financiers*.

L'istituto dell'OPA a cascata è stato introdotto appunto al fine di far emergere, al momento della proposizione dell'offerta, la struttura piramidale del controllo.

In particolare, l'articolo 106, comma 3, lett. a) del TUF ha rimesso al potere regolamentare della Consob la disciplina dei casi in cui la partecipazione in una società quotata superiore alla soglia del 30 per cento, prevista per l'OPA obbligatoria, non è acquistata direttamente, bensì mediante una partecipazione ad una società controllante interposta, quotata o non.

La normativa regolamentare adottata dalla Consob (regolamento 11971/ 1999) ha chiarito che si ha acquisto indiretto di una partecipazione oltre la soglia del 30 per cento in una società quotata (a valle) quando si acquista, anche di concerto con

altri soggetti, una partecipazione superiore al 30 per cento in un'altra società quotata (a monte), oppure il controllo di una società non quotata (a monte) e sommando le azioni della società quotata a valle che si trovano nel portafoglio della società interposta con quelle eventualmente già possedute, l'acquirente oltrepassa, anche nella società quotata a valle, il limite di partecipazione del 30 per cento.

In altri termini, il regolamento presume che il controllo della società intermedia si ottenga, qualora essa sia quotata, con una partecipazione superiore al 30 per cento, mentre ove la medesima non sia quotata si richiede espressamente che venga acquisito il controllo di diritto. Peraltro, l'obbligo di promuovere l'offerta anche sulla società a valle, nonostante l'ambiguità della formulazione il regolamento, sembra presupporre che la società interposta abbia natura prevalente di *holding*, nel senso che se l'attivo della società interposta non è costituito prevalentemente da partecipazioni dirette in società quotate, o in altre società (non quotate) che a loro volta hanno il loro patrimonio prevalentemente investito in società quotate, la catena partecipativa non sia rilevante ai fini delle offerte obbligatorie a valle.

In merito alla effettiva utilità della disciplina dell'OPA a cascata sono emerse nel corso dell'indagine considerazioni parzialmente divergenti.

In particolare, il prof. Rossi ha suggerito la soppressione dell'istituto, rilevando che esso non faciliterebbe il mercato del controllo, ma ne determinerebbe anzi un appesantimento, senza incidere effettivamente sulle strutture piramidali.

Il prof. Ferrarini ha evidenziato che l'efficacia della disciplina sull'OPA a cascata sarebbe ridotta dalla eccessiva frammentazione del mercato italiano, nel quale, anche per la debole presenza degli investitori istituzionali, è possibile esercitare, con una quota azionaria inferiore al 30 per cento, un controllo pieno di una società. Al contrario, in mercati finanziari più evoluti, nei quali gli investitori istituzionali possiedono oltre il 50-60 per cento del capitale sociale, non si riscontrano

analoghe situazioni. Il rimedio principale alle catene societarie consisterebbe, pertanto, nel promuovere la presenza di investitori istituzionali nel mercato italiano.

In linea generale, si può osservare che l'istituto dell'OPA a cascata risponde alla esigenza condivisibile di evitare una elusione delle soglie fissate dalla disciplina dell'OPA obbligatoria che risulterebbe agevolata dalla presenza di strutture societarie a catena nel nostro ordinamento. Sotto tale profilo, appare giustificato il mantenimento della previsione di cui all'articolo 106, comma 3, lettera a), che, rimettendo alla CONSOB il potere di definire in via regolamentare la disciplina di dettaglio dell'OPA a cascata, assicura il necessario grado di flessibilità alla disciplina in materia.

All'istituto in questione non può essere invece attribuita in via primaria o addirittura esclusiva la finalità di ridurre la presenza di strutture di controllo piramidale nel nostro sistema, le quali hanno presupposti e caratteristiche radicate e complesse e attengono pertanto alle più generali questioni relative al contemporaneamento della contendibilità e della stabilità del controllo societario.

8.3.2. *Opa preventiva.*

Nel corso dell'indagine ha costituito oggetto di notevole attenzione l'istituto dell'OPA preventiva, parziale o volontaria. In particolare, i soggetti intervenuti hanno evidenziato le potenzialità dell'istituto quale strumento per l'acquisizione del controllo meno oneroso rispetto all'OPA totalitaria, rilevando, d'altra parte, la presenza nella disciplina vigente di alcuni elementi che ne ostacolerebbero l'effettivo utilizzo.

Il TUF configura l'OPA volontaria quale caso di esenzione dall'obbligo di presentare un'offerta pubblica totalitaria, stabilendo tuttavia una serie rigorosa di requisiti e condizioni. Il ricorso a tale tipologia di offerta presuppone, infatti:

che non sia stato superato il limite dell'1 per cento nell'acquisizione di par-

tecipazioni nell'anno precedente all'offerta;

l'esperimento di un procedimento di approvazione (cosiddetto referendum) da parte della maggioranza assoluta degli azionisti della società bersaglio;

che l'offerta insista su una quota minima del 60 per cento delle azioni ordinarie;

che la CONSOB accordi l'esenzione, previa verifica della sussistenza delle condizioni indicate.

L'esenzione dall'obbligo di lanciare un'offerta totalitaria viene meno in due casi: se l'offerente ed i soggetti che con lui agiscono di concerto nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta parziale preventiva, effettuino acquisti di azioni ordinarie per più dell'1 per cento, anche mediante contratti a termine con scadenza oltre l'anno; ovvero se l'assemblea della società emittente deliberi operazioni di fusione o di scissione.

L'offerta pubblica parziale, a differenza di quella totalitaria prevista come regola generale del sistema dell'OPA obbligatoria, non consente a tutti gli azionisti la dismissione integrale della partecipazione posseduta ma solo un soddisfacimento pro rata.

L'istituto non era incluso nell'originaria formulazione dello schema di decreto legislativo, essendo ritenuto poco idoneo a tutelare gli azionisti che rimangono nella società emittente con una parte consistente di azioni non acquistate mediante l'offerta, in quanto diretto ad acquisire solo una determinata percentuale del capitale sociale. A queste perplessità si è ribattuto, nel corso dell'esame parlamentare, rilevando l'esigenza di introdurre uno strumento in grado di superare gli ostacoli posti dalla eccessiva onerosità dell'OPA obbligatoria totalitaria. In effetti, soprattutto con riferimento alle società bersaglio di maggiori dimensioni, l'obbligo di presentare un'offerta totalitaria non appena superata la soglia del 30 per cento, può avere un effetto deterrente alla contendi-

bilità nei confronti di soggetti che, pur essendo potenzialmente in grado di assicurare una gestione efficiente della società *target*, non sono provvisti di risorse finanziarie adeguate a far fronte al pagamento del premio di maggioranza.

La disciplina di cui all'articolo 107 del TUF costituisce il tentativo di conciliare le opposte tesi sopra richiamate, ispirandosi per larga parte alle previsioni del *City Code* londinese. L'offerta preventiva parziale, infatti, fa sorgere l'esenzione dall'obbligo di offerta totalitaria solo in presenza di una serie di requisiti sostanziali e procedurali, i quali sono modulati in modo da tale da garantire, al tempo stesso, la tutela degli azionisti della società bersaglio, in particolare mediante la previsione del referendum e la non eccessiva onerosità dell'acquisizione del controllo, essendo sufficiente che l'offerta riguardi il 60 per cento delle azioni.

Nel corso dell'indagine è emerso, da parte della maggioranza dei soggetti audit, un giudizio complessivamente positivo in merito all'attitudine astratta dell'OPA preventiva a consentire l'acquisizione del controllo societario evitando i costi notevoli dell'OPA totalitaria.

È stato, inoltre, evidenziato (dai rappresentanti della Banca d'Italia) come la disciplina dell'OPA preventiva sia strutturata in modo tale da ridurre la pressione sugli azionisti della società bersaglio ad aderire all'OPA, restringendo così le probabilità di successo di acquisizioni inefficienti. In effetti, si può osservare che la soglia del 60 per cento è tale per cui la partecipazione degli azionisti di minoranza resta, anche dopo l'offerta, non irrilevante. Tali azionisti potrebbero dunque, a loro volta, promuovere un'OPA senza un esborso finanziario eccessivo.

Molti dei soggetti intervenuti hanno, tuttavia, posto in rilievo lo scarso utilizzo dell'istituto, individuandone le cause essenzialmente nella eccessiva rigidità e complessità che caratterizzerebbe la disciplina di cui all'articolo 107 del TUF.

In particolare, ASSONIME e CONFINDUSTRIA hanno osservato che le disposizioni del TUF relative all'OPA volontaria,

soprattutto per quanto attiene alla necessità dell'approvazione da parte della maggioranza assoluta degli azionisti, con esclusione del socio di controllo, sembrano rispondere ad una esigenza di superprotezione procedurale dei diritti del singolo piccolo azionista, che renderebbe appunto difficile l'utilizzo dell'istituto.

Confindustria ha altresì prospettato l'utilità di una modifica delle condizioni per il lancio dell'offerta, con particolare riferimento all'innalzamento dei limiti all'acquisto di azioni prima e dopo l'offerta stessa.

Anche BORSA italiana ha sottolineato l'esigenza di incentivare il ricorso all'OPA preventiva mediante una semplificazione delle condizioni alle quali è subordinata l'esenzione dall'obbligo di offerta totalitaria. In particolare, secondo Borsa italiana, sarebbe opportuno eliminare la previsione per cui l'OPA parziale deve avere ad oggetto almeno il 60 per cento del capitale della società *target*, in modo da incentivare i potenziali acquirenti del pacchetto controllo, soprattutto se inferiore al 30 per cento, a lanciare un'OPA preventiva, suddividendo tra tutti gli azionisti il pagamento del premio di controllo.

Borsa italiana ha auspicato, inoltre, una semplificazione del referendum richiesto per la realizzazione dell'OPA preventiva, stabilendo che il successo dell'OPA sia subordinato non all'approvazione della maggioranza dei soci indipendenti, ma alla mancata opposizione da parte di una determinata percentuale di essi.

Anche alcuni degli esperti audit (Ferrarini, Gambino, Marchetti) hanno evidenziato che, alla luce dell'esperienza concreta, la disciplina dell'OPA preventiva richiederebbe una semplificazione dei presupposti e delle procedure.

In particolare, il prof. Marchetti ha auspicato che l'OPA preventiva esenti dall'OPA successiva qualora essa, partendo da un possesso non superiore a quello di collegamento (10 per cento), determini comunque il superamento, quale che sia la percentuale oggetto dell'offerta, della soglia dell'OPA obbligatoria. Raggiunta tale soglia con l'OPA volontaria a prezzo li-

bero, l'acquirente dovrebbe potersi comportare come qualunque altro soggetto che abbia lecitamente raggiunto tale soglia, tra l'altro, incrementando la propria posizione di un 3 per cento all'anno. Ove l'OPA preventiva superasse il 50 per cento del capitale ordinario non andrebbero posti limiti alla libertà dell'offerente di procedere all'acquisto di ulteriori pacchetti o ad operazioni di riorganizzazione societaria.

Il prof. Gambino ha indicato quale ostacolo principale al ricorso all'OPA preventiva lo svolgimento del referendum, tenuto conto dei costi e delle difficoltà elevate da essi determinati a fronte dell'incertezza del risultato degli stessi. La soluzione preferibile consisterebbe nella revisione o addirittura nell'eliminazione del referendum.

Anche la CONSOB, infine, ha concordato sulla possibilità di apportare modifiche alla normativa vigente in modo da attenuarne la rigidità sottolineando, tuttavia, la necessità di salvaguardare l'equilibrio tra l'esigenza di un funzionamento più fluido del mercato del controllo e quella di contenere il sacrificio cui gli azionisti della società bersaglio possono essere sottoposti in presenza di una tutela solo parziale del diritto di uscita dalla società stessa.

In linea generale, si può convenire sulla opportunità di apportare alla normativa vigente le modifiche idonee ad incentivare il ricorso all'istituto dell'OPA preventiva, tenuto conto della sua attitudine a temperare l'obiettivo del ricambio del controllo senza un costo eccessivo per l'acquirente con l'esigenza di corrispondere un premio diffuso agli azionisti.

A tal fine, occorre valutare attentamente la possibilità di operare una semplificazione della disciplina vigente, senza tuttavia alterare l'equilibrio tra i differenti interessi in gioco.

In questa ottica, non appaiono condivisibili le soluzioni più drastiche, quale la proposta di sopprimere il referendum da parte degli azionisti della società obiettivo. Tale strumento, come osservato dal prof. Ferrarini, è preordinato, sulla scorta del sistema inglese, alla risoluzione del di-

lemma in cui si trovano gli azionisti in parola, costretti a scegliere se accettare un prezzo non ottimale ovvero restare in posizione di minoranza, in caso di successo dell'offerta, con azioni il cui valore può essere inferiore al prezzo offerto o addirittura al prezzo di mercato anteriore all'offerta.

Meritevole di attenzione appare, invece, la proposta di semplificare il referendum, eventualmente anche stabilendo che il successo dell'OPA sia subordinato non all'approvazione della maggioranza dei soci indipendenti, ma alla mancata opposizione da parte di una determinata percentuale di essi.

Anche l'ipotesi di un moderato innalzamento dei limiti all'acquisto di azioni prima e dopo l'offerta stessa può essere presa in considerazione, ferma restando l'esigenza di salvaguardare le finalità che sono alla base della previsione di tali limiti.

Per quanto attiene in particolare alle restrizioni all'acquisto di azioni in misura superiore all'1 per cento del capitale sociale, va evidenziato che la previsione intende, come chiarito anche dalla Consob, evitare che l'offerta preventiva parziale si traduca in un'elusione dell'obbligo di offerta totalitaria imposto ed in una conseguente violazione del principio della parità di trattamento degli azionisti; tenuto conto, infatti, che l'OPA parziale consente soltanto un soddisfacimento *pro rata* degli azionisti, se l'offerente successivamente alla conclusione dell'offerta acquistasse altre azioni della società bersaglio da alcuni soci, favorirebbe questi ultimi che non sarebbero costretti a subire le limitazioni del riparto.

Un innalzamento dei limiti all'acquisto successivo non potrebbe, pertanto, che essere contenuto, in modo da salvaguardare la parità di trattamento tra gli azionisti.

8.3.2. L'offerta residuale.

Nel corso dell'indagine sono emerse alcune considerazioni anche con riferi-

mento all'istituto dell'OPA residuale previsto dall'articolo 108 del TUF, in base al quale chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90 per cento è tenuto a promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni con diritto di voto al prezzo fissato dalla CONSOB, se non ripristina entro quattro mesi un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

La disciplina di attuazione adottata dalla Consob precisa che il prezzo dell'offerta è determinato in base a quattro criteri, la cui influenza, in assenza di indicazioni, può variare in relazione alle circostanze del caso concreto: a) il corrispettivo di un'eventuale precedente offerta pubblica d'acquisto; b) il prezzo medio ponderato delle azioni scambiate sul mercato nell'ultimo semestre; c) il patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente; d) l'andamento e le prospettive di reddito di tale società.

La disciplina in questione intende tutelare i piccoli investitori, quando il mercato si restringe e non è più in grado di assorbire le loro vendite.

Alcuni dei soggetti intervenuti hanno manifestato alcune perplessità in merito alla disciplina vigente dell'OPA residuale. In particolare, il prof. Marchetti ha espresso forti perplessità in ordine al mantenimento della cosiddetta OPA residuale, non rilevando ragioni sufficienti per concedere, dopo l'espletamento di una precedente offerta obbligatoria, una « prova d'appello », mediante appunto un'ulteriore offerta, per gli azionisti ritardatari o disattenti o addirittura per soggetti che intendano speculare su questi pacchetti marginali. Inoltre, il fatto che il prezzo dell'offerta residuale sia fissato dalla Consob costituirebbe per gli operatori un ulteriore onere finanziario e amministrativo « con venature dirigistiche ».

La Consob ha osservato che alcune critiche mosse alla disciplina dell'offerta residuale appaiono condivisibili. In particolare, l'offerta residuale successiva al raggiungimento di una partecipazione del 90 per cento sarebbe importante per la tutela degli azionisti di minoranza nei casi in cui

essa fa seguito ad un'offerta volontaria da parte del gruppo di controllo, mentre risulterebbe meno giustificata ove consegua ad una precedente offerta obbligatoria. La Consob ha sottolineato, inoltre, che l'attività di fissazione del prezzo affidatale dall'articolo 108 risulterebbe onerosa, sia in termini di tempo, sia in considerazione della difficoltà del processo di valutazione e ha segnalato, al riguardo, che una modifica regolamentare allo studio prevederebbe che, oltre un certo limite di adesioni alla precedente offerta, il prezzo di tale ultima operazione potrebbe coincidere automaticamente con quello dell'offerta residuale.

In linea generale, va sottolineato che la previsione di cui all'articolo 108 costituisce un indubbio progresso rispetto alla disciplina previgente, di cui alla legge n. 149/1992, la quale faceva descendere automaticamente l'obbligo di presentare un'offerta dalla presenza di un flottante inferiore al 10 per cento o al minor limite stabilito dalla Consob. Il testo vigente offre, invece, l'alternativa tra la riduzione in tempi rapidi della propria partecipazione o la proposizione dell'offerta di acquisto delle azioni residue. L'offerta residuale si può qualificare, pertanto, non più come un obbligo ma piuttosto come un onere gravante su chi intende mantenere una partecipazione elevatissima in una società quotata.

Va, tuttavia, considerato che, come rilevato anche dalla Consob, l'offerta residuale può risultare di non agevole giustificazione ove l'acquisizione della partecipazione superiore al 90 per cento consegua all'esperimento di un'offerta obbligatoria totalitaria. Tale strumento già presuppone in *re ipsa* l'intenzione dell'offerente di acquistare il maggior numero di azioni possibile per cui può apparire in effetti non del tutto chiara la ragione per cui l'acquirente dovrebbe alimentare nuovamente il mercato ovvero agevolare con una nuova proposta gli azionisti ritardatari e meno attenti, o che intendano speculare contando su un prezzo dell'offerta residuale più elevato di quella obbligatoria.

Si potrebbe, pertanto, considerare con attenzione l'ipotesi di eliminare o modulare, con riferimento ai termini e al prezzo, differentemente l'obbligo di promuovere l'offerta residuale quando la quota del 90 per cento sia stata raggiunta in seguito a offerta totalitaria.

Occorre considerare al riguardo che la proposta di direttiva OPA della Commissione, rilevando che soltanto alcuni Stati membri contemplano meccanismi di *squeeze-out* e sell-out nel caso in cui l'offerente abbia acquisito la prepondente maggioranza del capitale sociale, ha evidenziato l'esigenza che tutti gli ordinamenti nazionali introducano norme in materia.

Conseguentemente, la proposta prevede che un possessore di titoli di minoranza possa esigere dall'offerente che detiene almeno il 90 per cento del capitale sociale, a seguito di un'OPA, di riacquistare i suoi titoli ad un giusto prezzo. Gli Stati membri possono fissare una soglia più elevata, ma non superiore al 95 per cento del capitale sociale. Tuttavia, il diritto di esigere il riscatto obbligatorio non può essere esercitato quando la soglia scelta è stata raggiunta soltanto per un breve periodo.

9. *La disciplina dei patti parasociali tra stabilità e contendibilità.*

La disciplina dei patti parasociali rappresenta uno degli elementi decisivi nella ricerca dell'equilibrio fra stabilità, da un lato, e contendibilità e trasparenza del controllo societario, dall'altro.

Tali accordi costituiscono, in effetti, uno dei principali strumenti utilizzati per esercitare un'influenza nel governo societario, potendo addirittura consentire ad alcuni azionisti di aggregarsi al fine di acquisire e mantenere il controllo societario.

Nella esperienza italiana i patti parasociali hanno avuto e hanno, in misura crescente, una forte rilevanza nella determinazione degli assetti di controllo delle società quotate sui mercati regolamentati.

La relazione della CONSOB per l'anno 2001 riporta, come già ricordato in pre-

cedenza, che i patti concernono circa un terzo delle società quotate in borsa e oltre la metà delle società del nuovo mercato; al 31 dicembre 2001 risultano in vigore complessivamente 138 patti rilevanti ai fini dell'articolo 122 del TUF, di cui 93 relativi a società quotate (70 delle quali in borsa e 23 sul nuovo mercato).

In oltre la metà dei casi, gli accordi in questione contengono sia clausole concernenti l'esercizio del diritto di voto che vincoli relativi alla trasferibilità delle azioni (patti c.d. globali).

Il capitale sociale sindacato risulterebbe, in percentuale sul capitale ordinario, pari al 34,8 per cento per le società quotate in borsa e al 33,2 per quelle del nuovo mercato.

Nelle valutazioni generali, i patti parasociali, dando maggiore stabilità al gruppo di controllo, possono garantire una certa continuità nelle scelte gestionali della società; al tempo stesso, tuttavia, si tratta di strumenti suscettibili di frenare il ricambio degli assetti proprietari, limitando, quindi, la contendibilità del controllo.

La tematica dei patti parasociali è affrontata, nei diversi ordinamenti e negli orientamenti della dottrina e della giurisprudenza, con riferimento a due profili: per un verso, assume rilievo l'esigenza di garantire, mediante l'informazione al pubblico dell'esistenza dei patti, un adeguato livello di trasparenza in ordine all'assetto del controllo societario. Per altro verso, si discute in ordine alla opportunità di prevedere un limite di durata dei patti, in modo da non ingessare a tempo indeterminato l'assetto proprietario.

Nei principali ordinamenti europei la disciplina dei patti parasociali, e in particolare dei sindacati azionari, presenta notevoli differenze, addirittura per quanto attiene ai profili di liceità e validità.

In particolare, nell'ordinamento tedesco i patti parasociali sono qualificati come accordi che producono esclusivamente effetti tra le parti non incidenti sull'organizzazione sociale e sono considerati generalmente leciti e validi, quale espressione di una comunione di scopo fra membri di un gruppo associativo. Peraltro,

sia la legge azionaria (AktG) che la giurisprudenza individuano limiti rigorosi di validità ed efficacia del contenuto dei patti.

Nell'ordinamento francese, in assenza di una specifica disciplina dell'istituto, la giurisprudenza, seppure non consolidata, è stata particolarmente cauta nella valutazione della validità dei patti parasociali, prendendo a tal fine in considerazione, da un lato, l'attitudine degli accordi a ledere la libertà dei soci e, dall'altro, l'interesse che gli accordi stessi possono presentare per il funzionamento della società.

Nel Regno Unito, invece, i patti parasociali, ed in particolare i *voting agreements*, sono generalmente riconosciuti validi e tutelati con la *injunction*, sulla base del presupposto per cui l'azionista ha un diritto di proprietà sul voto del quale può disporre liberamente.

Il TUF ha tentato di individuare un punto di equilibrio tra gli obiettivi sopra indicati, disciplinando, tra l'altro, i limiti di durata e gli obblighi di pubblicità recato disposizioni dei patti parasociali riguardanti le società quotate o le società che le controllano e le sanzioni per le relative violazioni.

Il testo unico non definisce il carattere della « parasocialità » di un accordo, ma individua varie categorie di patti, in base a due elementi fra loro eterogenei, costituiti, rispettivamente, negli obblighi nascenti dal patto (vincolo di voto, preventiva consultazione, limitazioni al diritto di trasferire gli strumenti finanziari), e negli effetti del patto (esercizio anche congiunto di un'influenza dominante).

La disciplina del TUF, ai sensi dell'articolo 122, è applicabile, in primo luogo, ai patti, in qualunque forma stipulati, aventi ad oggetto l'esercizio del diritto di voto, in società quotate ovvero in società che le controllano, e, in secondo luogo, ai seguenti altri patti, indicati nel medesimo articolo 122:

a) i patti di preventiva consultazione, inerenti all'esercizio del voto sia in società quotate sia in società che le controllano;

b) i patti che limitano il trasferimento delle azioni o di *warrants*;

c) che prevedono l'acquisto concerto di azioni o di *warrants*;

d) i patti che hanno ad oggetto o determinano l'effetto dell'esercizio, anche congiunto di un'influenza dominante.

Per quanto attiene agli obblighi di trasparenza, in base al medesimo articolo 122, i patti in questione devono essere:

a) comunicati alla CONSOB entro cinque giorni dalla stipulazione;

b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana entro dieci giorni;

c) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sede legale entro quindici giorni dalla stipulazione e, per le società non aventi sede in Italia, presso il registro delle imprese di Milano.

Il comma 2 della medesima disposizione affida alla CONSOB il compito di stabilire con regolamento le modalità della comunicazione e i contenuti e le modalità della pubblicazione dei patti. Sulla base di tale disposizione la CONSOB ha adottato il regolamento n. 11971 del 14 febbraio 1999, il cui capo II del Titolo III (articoli 127-133), tra l'altro:

prevede che tutti gli aderenti ad un patto sono solidalmente obbligati a darne comunicazione alla CONSOB (articolo 127);

stabilisce che sono soggette alla comunicazione, entro 5 giorni dal loro perfezionamento le modifiche dei patti e, in generale, ogni altra variazione delle azioni e degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni apportati al patto;

individua il contenuto dell'estratto del patto da pubblicare su un quotidiano a diffusione nazionale (articoli 129-130);

disciplina gli obblighi di comunicazione delle associazioni di azionisti che non comportano l'esistenza di un patto parasociale (articoli 132-133);

In base ai commi 3 e 4 dell'articolo 122 del TUF, in caso di inosservanza degli obblighi di pubblicità, i patti sono nulli ed il diritto di voto inherente alle azioni sindacate non può essere esercitato.

L'articolo 123 del TUF disciplina la durata dei patti parasociali. Innovando rispetto alla disciplina previgente, che non stabiliva alcun limite di durata per i patti, l'articolo ne fissa in tre anni la durata massima prevedendo, peraltro, la sostituzione automatica del termine, eventualmente stabilito dalle parti in misura eccedente il limite legale, con quello fissato dalla legge.

I patti possono tuttavia essere stipulati anche a tempo indeterminato; in tal caso ciascun contraente ha facoltà di recedere in ogni momento anche senza giusta causa salvo, ovviamente, l'onere di preavviso di sei mesi.

Un'altra ipotesi specifica di recesso è prevista dall'ultimo comma del medesimo articolo, in base al quale gli azionisti che intendono aderire a un'offerta pubblica di acquisto totalitaria o preventiva promossa, rispettivamente ai sensi dell'articolo 106 e 107 del TUF, possono recedere senza preavviso dai patti parasociali anteriormente stipulati. La dichiarazione di recesso, peraltro, non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni.

Il TUF non ha disposto, quindi, una « tipizzazione » dei patti parasociali preferendo, all'adozione di una regolamentazione puntuale del contenuto dei patti, la predisposizione di adeguati meccanismi di *disclosure* nei confronti del mercato. L'attività dei patti è stata inoltre controbilanciata dalla previsione della possibilità di far venir meno gli effetti di tali patti in caso di OPA e dalla previsione della disciplina in materia di azione di concerto ai fini dell'insorgenza dell'obbligo di promuovere l'offerta obbligatoria.

La maggioranza dei soggetti intervenuti nel corso dell'indagine ha espresso un giudizio sostanzialmente positivo sulle disposizioni del TUF, rilevando che esse realizzano, nel complesso, un compromesso equilibrato tra l'esigenza di non comprimere eccessivamente l'autonomia negoziale dei soci e quella di favorire la contendibilità del controllo.

Alcuni dei soggetti intervenuti hanno, tuttavia, evidenziato l'opportunità di alcuni interventi migliorativi della disciplina vigente ovvero l'inopportunità di proposte di modifica emerse nel dibattito dottrinale.

In particolare, il Prof. Lener, pur concordando sulla validità dell'impianto del TUF, ha individuato quale limite principale della normativa in questione l'estrema ampiezza e genericità delle fattispecie contemplate dall'articolo 122.

Tale genericità, oltre ad aver suscitato alcuni problemi in sede interpretativa, determinerebbe il rischio di un'applicazione delle disposizioni in materia di trasparenza e recesso anche a casi nei quali non sussisterebbero le ragioni di tutela del mercato che ne giustificano la previsione.

Inoltre, l'attività interpretativa della Consob avrebbe consentito, per un verso, di individuare, in alcune comunicazioni, elementi di maggiore certezza, precisando l'ambito di applicazione degli obblighi di trasparenza e del recesso in caso di OPA; per altro verso, secondo il prof. Lener, le soluzioni adottate dalla Consob non sarebbero risultate sempre rispettose del dettato legislativo.

Anche ASSONIME ha prospettato l'esigenza di rendere più chiari alcuni profili della disciplina vigente, in particolare al fine di precisare se la previsione della facoltà recedere senza preavviso dai patti parasociali in presenza di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, si applichi anche nel caso in cui uno dei soggetti vincolati al patto intenda lanciare l'offerta.

ASSONIME e il Prof. Gambino hanno, inoltre, sottolineato che l'equilibrio realizzato dalla normativa attuale verrebbe meno ove, in luogo della facoltà di recesso,

si prevedesse, come proposto in dottrina, la decadenza automatica di tutti i patti parasociali in presenza di un'OPA.

Il prof. Rossi, pur concordando sulla scelta del TUF di imporre la trasparenza dei patti piuttosto che negarne l'efficacia o la validità, ha rilevato la necessità di estendere le garanzie di trasparenza anche alle decisioni del patto di sindacato.

Alla luce delle osservazioni emerse del corso dell'indagine, si può concordare con la valutazione complessivamente positiva dell'impianto generale sotteso alla disciplina del TUF, la quale appare ispirata ad un approccio pragmatico e flessibile. L'impostazione cui si informa la normativa in parola, infatti, realizza un equilibrio soddisfacente tra la garanzia dell'autonomia negoziale, espressione della libertà imprenditoriale, e l'esigenza di prevenire e reprimere distorsioni del mercato che potrebbero ostacolare fortemente la contendibilità del controllo societario.

In particolare, la scelta di non tipizzare, o quantomeno di tipizzare soltanto parzialmente, i patti ha, per un verso, salvaguardato la libertà negoziale dei soci e, per altro verso, ha rafforzato, dal punto di vista quantitativo, la garanzia di trasparenza e contendibilità, consentendo di individuare in maniera estremamente ampia l'area dei patti che possono rientrare nell'applicazione delle norme relative alla trasparenza e al recesso.

Occorre poi considerare che il legislatore ha già avuto modo di prospettare, dopo un'articolata e approfondita riflessione, alcuni interventi sulla disciplina dei patti con l'articolo 4 della legge delega per la riforma del diritto societario n. 366 del 2001.

Tale disposizione prevede l'allungamento da 3 a 5 anni della durata temporale massima del vincolo obbligatorio derivante dai patti parasociali e l'individuazione, per le sole società che fanno ricorso al capitale di rischio, di adeguate forme di pubblicità che garantiscano la trasparenza dei patti stessi.

Alla base del prolungamento della durata del vincolo parasociale si colloca la condivisibile considerazione per cui i patti

costituiscono il principale strumento per la formazione di nuclei stabili di azionisti, i quali operano in modo di assicurare una sostanziale continuità nel governo dell'impresa nel corso del tempo, assumendo a proprio carico il rischio derivante dalle variazioni degli andamenti ciclici, con particolare riferimento alle conseguenze che ne derivano sull'entità dei profitti e dell'attività economica e, dunque, adottando un più lungo orizzonte di riferimento.

10. L'evoluzione dei mercati borsistici.

Nel corso dell'indagine sono state oggetto di approfondimento alcune questioni concernenti l'assetto dei mercati regolamentati determinato dal TUF.

Oltre ad una valutazione generale in merito all'impatto della riforma sullo sviluppo qualitativo e quantitativo dei mercati nazionali, anche alla luce delle prospettive di consolidamento dei mercati borsistici europei, sono stati esaminati specificamente alcuni aspetti relativi all'assetto proprietario e alle funzioni di Borsa italiana S.p.A.

In via preliminare, occorre ricordare che con il TUF si è completato il passaggio da una tipologia di mercato borsistico in cui era assolutamente prevalente il carattere pubblico ad un nuovo assetto istituzionale ed organizzativo di tipo privatistico, rispondente all'obiettivo di promuovere una gestione efficiente e più vicina alle esigenze del sistema economico e finanziario.

In particolare, l'articolo 61, primo comma, ha stabilito, riprendendo in larga parte quanto già disposto dal D.Lgs. n. 415/96 (il c.d. decreto Eurosime), che l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati ha carattere di impresa, ed è esercitata da apposite società di gestione. Tali società, caratterizzate dalla forma giuridica di S.p.A., seppure non necessariamente a scopo di lucro, devono avere, fra gli altri requisiti, un capitale minimo pari a 5 milioni di euro e un oggetto esclusivo; ad esse è, infatti, precluso l'esercizio di attività che non

siano connesse o strumentali all'organizzazione e alla gestione di uno o più mercati.

In questo ambito, la società Borsa Italiana S.p.A., costituita nel 1997 ed operativa a decorrere dal 2 gennaio 1998, si configura come società di gestione dei mercati azionari, ivi compreso il Nuovo mercato.

In particolare, la società, secondo le norme previste nel regolamento adottato l'11 dicembre 1997 dall'assemblea ordinaria della società stessa ed approvato dalla CONSOB con delibera n. 11091 del 12 dicembre 1997, è competente in materia di:

organizzazione ed il funzionamento dei mercati;

definizione dei requisiti nonché le procedure di ammissione e permanenza sul mercato per le società emittenti e per gli intermediari;

vigilanza e gestione del mercato;

informativa societaria da fornire al pubblico ai fini della quotazione.

Dalle valutazioni dei soggetti intervernuti nel corso dell'indagine è emerso un giudizio complessivamente positivo sull'assetto dei mercati regolamentati disegnato dal TUF. Le associazioni rappresentative dell'intermediazione hanno in generale convenuto circa il concorso che la riforma ha assicurato alla crescita dei mercati nazionali sia in termini quantitativi, sia in termini qualitativi, concorrendo all'aumento dei volumi scambiati, all'introduzione di nuovi prodotti e all'ampliamento della rete degli intermediari.

Al riguardo, occorre rilevare che, sebbene il numero delle società quotate resti in Italia più basso rispetto agli altri mercati europei e internazionali, il rapporto tra capitalizzazione e PIL è cresciuto costantemente fino al 2000, per poi decrescere nel 2001, a causa dell'andamento negativo delle borse accentuatisi a seguito dei tragici eventi dell'11 settembre 2001.

La capitalizzazione complessiva delle società nazionali ammontava, alla fine del 2001, a 592,3 miliardi di euro, pari al 48,7 per cento del PIL; nel 1997 il rapporto si attestava al 30 per cento del PIL. Va, tuttavia, ricordato che la capitalizzazione di borsa alla fine del 2000 aveva raggiunto il valore di 818,4 miliardi di euro, corrispondente al 70,3 per cento del PIL.

Nel corso delle audizioni sono stati approfonditi alcuni specifici aspetti dell'attuale situazione che presenterebbero profili di criticità o richiederebbero interventi di adeguamento della normativa ovvero della struttura della società di gestione.

Una prima serie di questioni su cui si è concentrato il dibattito attengono alle funzioni di rilievo pubblicistico esercitate da Borsa italiana S.p.A., anche alla luce dell'assetto proprietario della stessa, nonché le prospettive di quotazione della medesima società di gestione del mercato.

Per quanto attiene al primo profilo, nel corso delle audizioni sono emerse diverse posizioni in merito al rapporto tra le funzioni di *listing* esercitate dalla società di gestione e la natura privatistica della stessa.

Al riguardo, occorre ricordare preliminariamente che il TUF ha previsto un sistema regolatorio a doppio livello, optando per il modello già adottato in Francia: in sostanza, i poteri di ammissione e esclusione dalla quotazione (competenze di *listing*) e quelli relativi alle modalità di svolgimento degli scambi sono stati attribuiti alle società di gestione del mercato, mentre alla CONSOB competono i poteri di controllo sulla sollecitazione all'investimento (c.d. *trading*) e sulla correttezza dell'attività delle società di gestione.

In altri ordinamenti, invece, la funzione di *listing* è stata attribuita a soggetti pubblici; è il caso dell'esperienza inglese, in cui i poteri di ammissione al listino sono stati trasferiti dal *London Stock Exchange* (LSE) alla Financial Services Authority. Tale scelta, come rilevato dai rappresentanti di Borsa italiana, andrebbe ricondotta al fatto che, nella più recente evoluzione, si è cercato di introdurre alcuni elementi di concorrenza tra i diversi mer-

cati. Si è, quindi, constatato che l'attribuzione alla LSE della competenza a disporre l'ammissione alla quotazione con riferimento a diversi mercati non assicurasse adeguate garanzie sotto il profilo della competizione. Pertanto, si è preferito rimettere ad una autorità pubblica il potere di disporre in materia.

Del tutto differente si presenta, in linea di diritto, la situazione italiana, nella quale il potere decisionale in materia di *listing* non sarebbe concentrato, essendo rimesso ad ognuna delle società di gestione dei diversi mercati regolamentati.

Secondo Borsa italiana S.p.A. l'assetto definitivo del TUF risulterebbe soddisfacente in quanto idoneo ad assicurare l'equilibrio tra la tutela dell'interesse pubblico al buon funzionamento dei controlli sui mercati e l'interesse privatistico alla efficiente gestione tecnica dei mercati, attraverso strutture decisionali snelle e altamente specializzate.

Inoltre, l'attribuzione alla Borsa stessa di funzioni di rilievo pubblicistico incentiverebbe la stessa «ad assumere decisioni appropriate in quanto finalizzata a massimizzare la qualità del servizio offerto. Qualora detti servizi fossero svolti in situazione di conflitto di interesse, quindi a mero vantaggio privato della società di gestione o dei propri azionisti a svantaggio della collettività, la competizione, anche internazionale, che si sta sviluppando tra le Borse ed i mercati escluderebbe presto quelli qualitativamente inferiori.»

Taluni degli esperti intervenuti (Rossi e Costi) hanno, invece, espresso perplessità in merito all'attribuzione alla società di gestione dei poteri di *listing*, in considerazione della natura privatistica della medesima società e dell'assetto proprietario della stessa.

In particolare, è stato evidenziato il rischio che si ingenerino situazioni di conflitto di interessi, stante il fatto che i soggetti che partecipano al capitale di Borsa italiana S.p.A. sono a loro volta quotati nei mercati regolamentati.

A tale situazione di conflitto si aggiungerebbe un ulteriore elemento di criticità derivante dalla netta prevalenza, tra i

soggetti che partecipano al capitale di Borsa italiana, di imprese appartenenti al settore bancario, come risulta dalla se-

guente tabella, in cui sono riportate le percentuali di partecipazione al capitale di Borsa italiana S.p.A.

Banca Intesa	15%	Banca Popolare di Verona	6,6%
Banca di Roma	7,5%	Emitente Titoli S.p.A.	6,5%
Monte dei Paschi	7,5%	Banca Sella	5,7%
BNL	7,5%	Unicredito	2,5%
Banca Finnat Euroamerica	7,1%	Cassa di Risparmio di Torino	2,5%
Banca IMI	7,1%	Cariverona	2,5%
Banca Intermobiliare	6,7%	Altri	15,4%

(Fonte: Borsa italiana S.p.A.)

Questa situazione concorrerebbe a rafforzare la configurazione « bancocentrica » del sistema finanziario italiano, sulla quale si tornerà nei paragrafi successivi del presente documento

La CONSOB, pur rilevando l'esistenza di rischi di conflitti di interesse, ha osservato che essi sarebbero fortemente ridimensionati dalla concorrenza a livello internazionale fra le diverse borse. Peraltro, secondo la medesima autorità, al fine di ridurre i rischi prospettati, sarebbe opportuno migliorare l'assetto della *corporate governance* di Borsa italiana S.p.A. Al riguardo, si può ricordare che recentemente si è provveduto a modificare il riparto delle competenze tra consiglio di amministrazione e amministratore delegato affidando a quest'ultimo il potere di disporre l'ammissione, sulla base della considerazione per cui l'organo monocratico sarebbe meno sensibile a condizionamenti degli azionisti.

In merito ai profili problematici in esame, sono state prospettate nel corso delle audizioni diverse soluzioni.

Una prima proposta, formulata da parte di alcuni degli esperti, riguarda l'attribuzione delle funzioni di *listing* ad un soggetto pubblico, analogamente quanto accaduto, come già ricordato, nel Regno Unito con il trasferimento della funzione di *listing* dalla London Stock Exchange alla FSA.

Una seconda soluzione, prospettata in particolare da Assosim, viene ravvisata nella quotazione della società di gestione che potrebbe contribuire, se non a risolvere, quantomeno a diminuire i problemi derivanti dall'attuale assetto societario.

Nelle considerazioni della CONSOB la quotazione della società di gestione favorirebbe la presenza di un azionariato diffuso, consentendo l'ingresso di amministratori indipendenti, meno sottoposti ad eventuali conflitti di interesse e dovrebbe incrementare la trasparenza delle decisioni societarie, determinando un assetto di *governance* in cui i potenziali conflitti di interessi siano facilmente individuabili. Si può, peraltro, osservare che la prospettiva auspicata dalla CONSOB presuppone che la quotazione si traduca in una articolazione della compagine sociale che, in assenza di specifici presidi, potrebbe non trovare riscontro nella realtà. Allo scopo di promuovere un effettiva composizione della proprietà nei termini di azionariato diffuso occorrerebbe, quindi, adottare specifiche disposizioni sia per quanto concerne la determinazione di limiti di partecipazioni che con riferimento all'eventuale esclusione dell'applicazione, al caso concreto, della disciplina sull'OPA.

La possibilità di quotarsi è stata prospettata dalla stessa Borsa italiana S.p.A., la quale ha evidenziato che dalla quotazione deriverebbero effetti positivi quali

l'incremento della trasparenza di tutte le decisioni societarie e l'equilibrio, all'interno della compagine azionaria, dell'incidenza di tutte le categorie dei partecipanti al mercato, con particolare riferimento agli investitori istituzionali.

Al riguardo, Borsa italiana S.p.A. ha richiamato i casi di *Deutsche Börse*, di London Stock Exchange e di Euronext, i quali, seppure con diverse motivazioni, hanno proceduto alla propria quotazione essenzialmente allo scopo di rafforzarsi sotto il profilo patrimoniale. In questi casi, la quotazione avrebbe assicurato il vantaggio di allargare la compagine sociale oltre le imprese del comparto creditizio, mediante l'ingresso tra i soci principalmente di investitori istituzionali.

Borsa italiana ha segnalato, inoltre, che le disposizioni di cui all'articolo 61 del TUF non escludono la possibilità di quotazione di una società di gestione di un mercato regolamentato.

Alcuni degli esperti e degli intermediari intervenuti, nonché la CONSOB, hanno tuttavia sottolineato l'esigenza di una riflessione più profonda in merito alla ipotesi di autoquotazione della società di gestione, in quanto potenziale fonte di conflitti di interesse. Con l'autoquotazione, infatti, si assisterebbe ad una situazione per cui la società di gestione non si limiterebbe a decidere in ordine alla sua ammissione alla quotazione, ma vigilerebbe anche sui propri doveri, con conseguenti difficoltà nell'assumere provvedimenti sanzionatori nei propri confronti.

Al riguardo, la Borsa italiana S.p.A. ha evidenziato, pur riconoscendo l'esistenza di profonde differenze tra il nostro ed altri ordinamenti, che le borse europee quotate non hanno perso le proprie funzioni sulla gestione dei mercati, con particolare riferimento alla vigilanza sui propri titoli quotati.

Una situazione di conflitto del tipo prospettato potrebbe in ogni caso, secondo Borsa italiana, essere gestita senza apportare modifiche al corpo normativo esistente, attraverso cautele o soluzioni organizzative interne alla società di gestione

del mercato e mediante adeguate forme di coordinamento e ripartizione di competenze tra la società e la CONSOB (cosiddetta soluzione coregolatoria).

Con riguardo al primo aspetto, l'autoquotazione richiederebbe opportune forme di separazione, in ambito istruttorio e deliberativo, fra le aree di sviluppo strategico, tipicamente commerciali, e le funzioni di vigilanza della società di gestione sul mercato. Tali ultime funzioni potrebbero essere definite da un protocollo operativo con la CONSOB che coordini le competenze spettanti, rispettivamente, alla società di gestione e alla autorità pubblica in materia di controllo e di processo decisionale nell'ambito degli interventi sulle negoziazioni.

La CONSOB ha invece segnalato l'opportunità di apportare, nel caso di quotazione della società di gestione, alcune modifiche alla vigente normativa, tali da consentirle di svolgere una effettiva attività di controllo sull'operato della società di gestione, evidentemente in quanto non ritiene sufficienti le soluzioni prospettate dai rappresentanti di Borsa italiana.

Un ulteriore fattore di criticità derivante dalla quotazione, emerso nel corso dell'indagine, sarebbe costituito dal rischio di acquisizione della società di gestione da parte di analoghe società straniere operanti nei mercati di maggiori dimensioni. Tale rischio sarebbe favorito dalla dimensione relativamente ridotta del mercato borsistico italiano, considerato che il livello di fatturato di Borsa italiana S.p.A. (140 milioni di euro), è largamente inferiore a quelli registrati dai gestori delle maggiori borse europee.

L'ipotesi di una acquisizione, in effetti, non appare soltanto teorica ove si consideri che nel 2000 la *Om Ab*, società che gestisce la Borsa svedese, tentò un'OPA ostile sulla London Stock Exchange.

Alla luce del complesso delle osservazioni sopra riportate si può osservare, in primo luogo, che la soluzione cui è pervenuto il Legislatore, nell'ambito del TUF, in materia di *listing* risulta sostanzialmente equilibrata.

L'attribuzione alla società di gestione della borsa di funzioni di rilievo pubblistico può considerarsi giustificata dall'esigenza di garantire una adeguata gestione tecnica dei profili connessi all'ammissione, alla sospensione e all'esclusione dalle quotazioni i quali richiedono un'alta specializzazione e procedimenti decisionali agili, tali da consentire l'adozione di decisioni in tempi molto rapidi.

In effetti, sino ad ora Borsa italiana ha dimostrato di saper svolgere efficacemente le funzioni attribuitele, anche promuovendo, alla luce delle più avanzate esperienze straniere, l'attivazione di segmenti di mercati fortemente innovati (Nuovo mercato), allo scopo di promuovere un ampliamento del listino senza tuttavia rinunciare ad una accurata verifica dei requisiti richiesti per la quotazione.

Va poi considerato che l'ammissione al listino di un titolo presuppone che la CONSOB abbia già verificato, nell'esercizio delle funzioni conferite dall'ordinamento in materia di tutela dei risparmiatori, la completezza del prospetto.

Non sembra poi priva di fondamento la considerazione, svolta dai rappresentanti di Borsa italiana, per cui l'esercizio delle funzioni di *listing* in termini non rispondenti alle previsioni normative, a causa del condizionamento esercitato dai soggetti che controllano la società di gestione, finirebbe per essere sanzionato dai mercati internazionali. In questo caso, in sostanza, subentrerebbe il fattore reputazionale, di notevole importanza in materia, per cui le piazze finanziarie considerate meno affidabili rischiano di essere emarginate.

Merita peraltro segnalare che lo stesso statuto della società di gestione ha disposto alcuni strumenti allo scopo di evitare l'insorgere di possibili conflitti di interesse nonché di un controllo pregiudizievole sul funzionamento del mercato, predisponendo alcune misure di garanzia. In questo senso, ad esempio, va intesa la previsione del tetto del 7,5 per cento al diritto di voto dei soci, a prescindere dalla misura della partecipazione detenuta, nonché

l'adozione del voto di lista proporzionale per la nomina del consiglio di amministrazione.

Ulteriori garanzie sono rappresentate dalla previsione di cause di incompatibilità fra la carica di amministratore delegato e quella di direttore della società.

Infine, allo scopo di assicurare la maggiore aderenza possibile fra le scelte della società di gestione e le esigenze di buon funzionamento del mercato, è stato costituito nel 1998 un comitato consultivo, il quale, tra le altre cose, ha definito un codice di comportamento per disciplinare le situazioni di conflitto di interesse e sanzionare eventuali comportamenti contrari alla trasparenza del mercato, alla tutela degli investitori e al normale svolgimento delle negoziazioni.

Per quanto attiene alla ipotesi di autoquotazione della società di gestione, la Commissione ritiene che una attenta valutazione di tutti i profili e gli effetti connessi, allo stato attuale non rendano utile né opportuna la quotazione della medesima società di gestione.

Occorre, al riguardo, tenere conto del rischio che si ingenerino situazioni di conflitto di interessi, stante il fatto che, come detto in precedenza, i soggetti che partecipano al capitale di Borsa italiana S.p.A. sono a loro volta quotati nei mercati regolamentati e sono, in ampia parte, imprese appartenenti al settore bancario.

La quotazione, alla luce di tali considerazioni, sembra, inoltre non rendere remota l'eventualità che si determini un assetto proprietario di Borsa italiana ancora più concentrato rispetto a quello attuale.

Tenuto anche conto di alcune recenti esperienze di altre società di gestione, non può altresì escludersi il pericolo di una acquisizione di Borsa italiana da parte di soggetti stranieri.

In ogni caso, va osservato che ove si intendesse procedere ad una eventuale autoquotazione sarebbe necessario un contestuale adeguamento della normativa inteso al rafforzamento dei poteri di vigilanza della CONSOB sull'attività della società di gestione.

10.1. I processi di integrazione delle borse europee.

Nel corso dell'indagine sono stati affrontati alcuni aspetti comuni ai processi di integrazione tra le borse europee.

In particolare, si è inteso verificare, per un verso, lo stato di attuazione dei progetti di fusione o coordinamento tra borse intervenuti negli ultimi anni e, per l'altro, acquisire elementi di valutazione in merito alla prospettiva di una partecipazione della borsa italiana ai processi in questione.

Il tema dell'integrazione dei mercati borsistici europei ha acquisito, in effetti, un particolare rilievo, anche nell'analisi economica a seguito dell'introduzione dell'euro. Attualmente, infatti, a fronte dell'adozione di un'unica moneta e del conseguente affidamento alla BCE delle competenze, in materia di politica monetaria, precedentemente spettanti alle banche centrali nazionali, i mercati finanziari europei rimangono frammentati, pur in presenza di potenti fattori di integrazione. La persistenza di diversi mercati, se per un verso può aver concorso, attraverso l'accentuazione della pressione competitiva, ad elevare i livelli di efficienza, specie dei mercati, come quello italiano, che registravano mercati ritardi rispetto a quelli più avanzati, per altro verso può costituire un fattore di debolezza, come ricordato in precedenza, nel confronto con i mercati extraeuropei.

Non stupisce, quindi, che da più parti sia stato sollecitato l'avvio di iniziative volte a creare un mercato borsistico unico europeo, o quantomeno, ad introdurre più stringenti forme di collegamento o coordinamento tra i diversi mercati. L'integrazione delle borse, determinando l'omogeneizzazione degli standard normativi assicurerrebbe, evidentemente, il vantaggio di una consistente riduzione dei costi amministrativi relativi all'esistenza di sistemi diversi nei singoli paesi UE, nonché a garantire maggiore trasparenza ed efficienza.

D'altra parte, non si possono sottovalutare gli ostacoli, sia di carattere politico

che di natura tecnica e giuridica, che si frappongono al conseguimento dell'obiettivo di una integrazione delle borse europee. A questo riguardo, si pone, in primo luogo, il problema derivante dalla difficoltà di armonizzare i regolamenti, le normative oltre ai sistemi nazionali di supervisione. In secondo luogo, sussistono taluni ostacoli anche di carattere tecnico, quali in primo luogo la difficoltà di sviluppare una piattaforma centralizzata di negoziazione, l'interconnessione dei sistemi di contrattazione esistenti, l'integrazione dei sistemi di compensazione e liquidazione.

I progressi in materia di integrazione delle strutture borsistiche sin qui registrati a livello europeo sono attribuibili essenzialmente alle iniziative poste in essere da alcune società di gestione. Dal 1998 ad oggi sono state intraprese diverse iniziative, anche se soltanto alcune con esiti positivi.

Un primo tentativo degno di rilievo venne posto in essere nel luglio del 1998, quando Deutsche Börse (DB) e London Stock Exchange (LSE) formarono un'alleanza, estesa l'anno seguente ad altri sei partner europei, con lo scopo principale di creare un mercato europeo delle *blue chips* (cioè le azioni di società quotate ed appartenenti al segmento di mercato a più elevata capitalizzazione).

Successivamente, nell'aprile 2000 è stata annunciata la creazione di Euronext, unico circuito a tutt'oggi operante, mentre nel maggio 2000 DB e LSE hanno dati vita al progetto denominato iX. Tale ultimo progetto prevedeva la creazione di due imprese sussidiarie per realizzare un mercato delle *blue chips* a Londra e un mercato high-growth (cioè un mercato ad alta crescita, come ad esempio il NASDAQ) a Francoforte, cioè nell'area euro. Il progetto, come è noto, è stato successivamente abbandonato, a causa delle differenze regolamentari esistenti tra i due paesi e per la possibilità di scalata da parte di altre borse.

Per quanto riguarda Euronext, sola iniziativa, insieme a Virt-x, che ha avuto effetto, esso si sostanzia in una piatta-

forma comune formata dalle società di gestione di tre mercati borsistici: Parigi (società capogruppo quotata), Bruxelles e Amsterdam. Di seguito tale circuito è stato allargato alla Borsa di Lisbona e al London derivatives exchange (LIFFE). Si ricorda, al riguardo che tale circuito non è configurabile come una fusione di borse vera e propria, come il richiamato progetto iX.

Infine, nel giugno 2000 dalla fusione del segmento *blue chips* dello SWX (Swiss Exchange) con la piattaforma elettronica inglese Tradepoint (gruppo formato da un consorzio di banche di investimento globali inglesi e la Reuters) è nato il circuito Virt-x, che dovrebbe consentire il completamento del servizio di trading già offerto da Tradepoint sui principali titoli europei con la negoziazione di *blue chips* svizzere.

In particolare, SWX si è impegnata a trasferire su Virt-x gli scambi sulle proprie *blue chips* che comprendono alcuni dei titoli più trattati dagli investitori internazionali (quali la Nestlé, le grandi società farmaceutiche e le grandi banche). I membri della Borsa svizzera diventeranno anche membri del nuovo mercato, che userà la piattaforma di SWX, considerata una delle più avanzate del mondo.

La CONSOB ha evidenziato che, allo stato attuale, non risultano allo studio ulteriori iniziative di consolidamento dei mercati borsistici, sebbene molte società di gestione di mercati regolamentati compiano operazioni, in particolare mediante l'acquisto delle società di servizi per i mercati, che sembrerebbero strumentali rispetto all'avanzamento del processo di integrazione a livello europeo.

In linea generale, si può rilevare che una eventuale adesione italiana ad iniziative volte al consolidamento dei mercati borsistici europei dovrebbe essere valutata positivamente, qualora se ne dimostrasse l'utilità sotto il profilo della integrazione dei servizi offerti dai vari soggetti operanti nei mercati finanziari, (la raccolta e la trasmissione degli ordini della clientela, la regolamentazione degli scambi e la liquidazione e la compensazione delle transazioni effettuate con la gestione accentratata

dei titoli). A questo proposito, occorre considerare che nell'esperienza particolarmente evoluta del mercato statunitense si è registrato un abbattimento rilevantissimo dei costi grazie all'adozione di assetti più avanzati.

Nel corso degli ultimi anni le borse nazionali, ivi compresa quella di Milano, hanno raggiunto livelli più che soddisfacenti di efficienza e trasparenza nei sistemi di contrattazione, tali da consentire agli intermediari di operare contestualmente su diverse piazze. Allo stesso tempo, progressi assai limitati sono stati conseguiti nelle attività di *clearing e settlement*, per i quali continuano a persistere sistemi differenti, in genere operanti su base nazionale. Le prospettive di consolidamento dei mercati europei, mediante la creazione di sistemi borsistici di dimensioni sovrnazionali, può costituire l'occasione migliore per affrontare i problemi da ultimo richiamati in termini innovativi.

Gli elementi acquisiti nel corso dell'indagine non permettono di esprimere conclusioni definitive in termini netti sui vari progetti di consolidamento dei mercati borsistici europei che si sono via via succeduti.

In linea generale, si può rilevare che nelle valutazioni di tutti i soggetti intervenuti il processo di progressiva globalizzazione dei mercati finanziari costituisce un dato irreversibile, e che il nostro paese non può collocarsi ai margini di tale processo, ma deve anzi partecipare attivamente alla sua realizzazione in termini che si propongano prioritariamente l'obiettivo di assicurare le più ampie garanzie ai risparmiatori, non rinunciando agli standard assicurati dalla normativa vigente nel nostro paese, e allo stesso tempo promuovendo la crescita qualitativa dei servizi offerti e la riduzione dei costi di intermediazione. D'altra parte, anche in sede di WTO si sono compiuti, in particolare con l'accordo del dicembre del 1997, i primi significativi passi in direzione di un riconoscimento generalizzato della libera circolazione dei servizi finanziari che, aggiungendosi alla libertà di investimento della clientela, realizzata per mezzo

della liberalizzazione dei capitali, offrirà l'ulteriore vantaggio della libertà di inserimento delle istituzioni finanziarie, producendo un allargamento sul lato dell'offerta. Si può quindi ritenere che, come peraltro è avvenuto in altri importanti settori economici nei quali si è realizzata una liberalizzazione che a livello europeo si è tradotta nella realizzazione di un mercato unico, il superamento delle frontiere nazionali dei mercati finanziari e di quelli borsistici in particolare offrirà ai risparmiatori più ampie occasioni di investimento e determinerà una accentuazione della concorrenza tra gli intermediari. Ciò potrebbe, presumibilmente, tradursi per questi ultimi in una contrazione dei ricavi per le commissioni di intermediazione, riducendone complessivamente la redditività, in conseguenza del combinato disposto di un duplice ordine di fattori:

a) l'allineamento dei costi di intermediazione rispetto ai concorrenti più efficienti;

b) il probabile spostamento di quote consistenti di risorse trattate a favore di *broker* stranieri, che abbiano maggiore consuetudine con i mercati europei.

Allo stesso tempo, occorre tuttavia rilevare che la tendenza alla contrazione dei costi di intermediazione costituisce un dato positivo per i risparmiatori che da un ampliamento della concorrenza potrebbero trarre l'indubbio vantaggio di vedersi addebitati minori oneri per commissioni e di avvalersi di più ampie possibilità di scelta nel mercato dell'intermediazione. Il ridimensionamento dei margini propri delle attività di transazione è, tra le altre cose, determinato anche dal crescente utilizzo delle tecnologie informatiche negli scambi, non soltanto di carattere finanziario. Tali tecnologie offrono, inoltre, il vantaggio di ridimensionare notevolmente le asimmetrie informative.

Allo stesso tempo, non si può fare a meno di segnalare che sarebbe stato auspicabile che all'apertura integrale dei mercati finanziari e alla creazione di forti

« poli di attrazione » nei mercati borsistici europei il nostro Paese fosse arrivato in condizioni migliori, con una industria finanziaria più solida e competitiva.

Infatti, nonostante i notevolissimi progressi registrati negli ultimi anni, anche in ragione del sostegno assicurato dalla normativa più recente, a partire dal TUF, il settore registra ancora alcuni ritardi e presenta aree di insufficiente evoluzione. In particolare, soltanto in qualche caso gli intermediari italiani hanno assunto dimensioni paragonabili alle maggiori aziende europee, che possono avvalersi di consistenti economie di scala e che in qualche caso riescono a garantire rendimenti più elevati anche per la maggiore entità delle risorse da allocare. Occorre quindi che proseguano le iniziative già avviate al fine di completare il processo di rafforzamento dell'intermediazione, oltre che di formazione del personale promuovendone l'utilizzo per la prestazione di servizi più qualificati e a più elevato valore aggiunto (*asset management, trading, merchant banking, corporate banking*) rispetto a quelli tradizionali. In questo senso, sono auspicabili tutte le iniziative volte alla creazione di intermediari che alla crescita dimensionale sappiano associare politiche fortemente innovative e l'adozione di modelli operativi ispirati all'obiettivo di coiugare flessibilità organizzativa e capacità di direzione unitaria. Allo stesso scopo, appare utile ribadire quanto già rilevato in altra parte del presente documento circa la necessità che si costituiscano anche nel nostro paese fondi pensione in grado di svolgere un ruolo attivo nel settore dell'intermediazione, per la particolare propensione che essi potrebbero manifestare nell'impiego del risparmio verso forme di investimento a medio e lungo termine. In questo modo, si introdurrebbero utili elementi di stabilizzazione complessiva del sistema finanziario.

Non si può, inoltre, trascurare il timore per cui la concentrazione tra i mercati borsistici, se per un verso può favorire gli emittenti di maggiore entità e che abbiano già dimestichezza con i mercati finanziari, per l'altro possa costituire un disincentivo

per le piccole e medie imprese le quali si vedrebbero private di elementi di supporto e di sostegno che potrebbero essere offerte, in un mercato di dimensioni più limitate, da intermediari con i quali abbiano rapporti consolidati. D'altra parte, non può escludersi che l'eventuale adesione italiana ad un progetto di integrazione di diversi mercati si accompagni alla prosecuzione dell'attività borsistica di Milano, che potrebbe costituire il mercato di riferimento per una vasta platea di piccole e medie imprese che non si sentano pronte ad accettare la sfida di mercati di maggiori dimensioni. Contemporaneamente, anche per le imprese di maggiori dimensioni e i cui titoli siano già quotati potrebbe risultare conveniente mantenere la quotazione anche nella borsa nazionale. Conseguentemente, anche il cosiddetto *delisting* potrebbe assumere dimensioni più ridotte di quanto paventato da alcuni.

In sostanza, è auspicabile che qualunque iniziativa cui il mercato borsistico italiano dovesse partecipare sia ispirata a criteri di effettiva pariteticità tra i vari soggetti coinvolti, al fine di evitare l'impovertimento delle esperienze e delle professionalità acquisite nel nostro paese negli ultimi anni.

10.2. Il carattere bancocentrico del sistema finanziario italiano.

Nel corso dell'indagine è emerso, infine, come il mercato finanziario italiano si caratterizzi per la concentrazione nei gruppi bancari della proprietà degli intermediari finanziari.

Di particolare rilievo, in base ai dati contenuti nella relazione annuale della CONSOB per il 2001, appare il fatto che il peso del patrimonio delle società di gestione di fondi comuni di matrice bancaria sia pari ad oltre il 90 per cento del totale.

La Commissione, pur riconoscendo che la forte presenza delle banche non caratterizza soltanto il nostro sistema, rileva che la concentrazione negli stessi soggetti delle attività connesse all'impiego e alla gestione del risparmio può determinare

l'insorgere di situazioni di conflitto tra interessi diversi.

11. Considerazioni conclusive.

Con l'indagine conoscitiva sulla attuazione del Testo unico della finanza, la Commissione Finanze ha inteso, a quattro anni dall'adozione del Decreto legislativo n. 58 del 1998, procedere alla analisi e alla valutazione dell'assetto della normativa italiana alla luce dei numerosi e importanti mutamenti intervenuti nella struttura dei mercati finanziari e del processo di integrazione europea.

In particolare, si è proceduto ad esaminare gli effetti che il Testo unico ha prodotto sul funzionamento del mercato finanziario italiano e ad accertare, conseguentemente, la necessità di interventi correttivi e integrativi, anche alla luce dell'esperienza di altri ordinamenti e degli elementi di criticità posti in evidenza da alcune recenti vicende statunitensi, quali lo scandalo Enron.

In termini generali, l'indagine conoscitiva ha consentito di pervenire ad una valutazione complessivamente positiva dell'impianto di base e dell'esperienza applicativa del TUF, confermando, in linea generale, sia la validità degli obiettivi e della impostazione che hanno ispirato il legislatore sia l'efficacia degli istituti cui si è fatto ricorso per tradurre sul piano normativo le finalità perseguitate.

Il Testo unico, nella valutazione sostanzialmente condivisa da tutti i soggetti auditati, ha rappresentato un elemento di forte progresso rispetto alla legislazione previgente, assicurando l'adeguamento della normativa nazionale alle esigenze poste dalla evoluzione dei mercati ed eliminando, in tal modo, il divario rispetto alle esperienze di altri Paesi europei. Il Testo unico ha inoltre garantito una maggiore sistematicità all'ordinamento, accorpando, secondo un indirizzo coerente, disposizioni precedentemente contenute in diversi provvedimenti.

Occorre peraltro ricordare che, nella fase di elaborazione del documento con-

clusivo dell'indagine sono intervenuti alcuni fatti di particolare rilevanza, che gettano una nuova luce sulle problematiche oggetto dell'indagine medesima.

Da un lato, sul piano normativo si è avviato, con l'emanaione dei decreti legislativi n. 5 e n. 6 del 2003 e del decreto legislativo n. 37 del 2004, il processo di riforma del diritto societario ed il relativo coordinamento con il Testo unico bancario e con il Testo unico della finanza, in attuazione della delega conferita al Governo dalla legge n. 366 del 2001.

Dall'altro lato, sono emersi, tanto in Italia quanto in altri paesi avanzati, preoccupanti scandali finanziari che hanno coinvolto primari gruppi industriali, i quali, per le loro dimensioni e per l'impatto sui sistemi economici e finanziari, hanno imposto una attenta riflessione sull'adeguatezza delle regole di diritto societario, nonché sul funzionamento e sull'assetto della vigilanza sui mercati finanziari.

Alla luce di tali fenomeni il Parlamento ha inteso dare tempestiva risposta all'esigenza di riforma espresso dall'opinione pubblica e dagli stessi mercati, a tutela dei risparmiatori e della complessiva funzionalità del sistema finanziario, svolgendo in tempi brevi un'indagine conoscitiva parti-

colarmente approfondita sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela dei risparmiatori, svolta congiuntamente dalle Commissioni Finanze ed Attività produttive della Camera dei deputati e dalle Commissioni Finanze e tesoro ed Industria del Senato della Repubblica.

All'indomani della conclusione di tale indagine le Commissioni Finanze ed Attività produttive della Camera hanno altresì avviato l'esame in sede referente di numerosi progetti di legge, presentati dal Governo e da tutti i gruppi parlamentari, relativi alla tutela del risparmio, i quali intendono appunto apportare quei correttivi di carattere legislativo che appaiono necessari per evitare il riprodursi di tali crisi finanziarie.

In questa generale prospettiva la documentazione raccolta nel corso dell'indagine, e la pubblicazione del presente documento conclusivo appaiono utili, oltre che come testimonianza del notevole lavoro svolto dalla Commissione su questi temi, anche come contributo alle decisioni sui possibili correttivi della disciplina sui mercati finanziari attualmente in corso di elaborazione.