



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

**QUADERNI
DI
FINANZA**

DOCUMENTI

COMMISSIONE FINANZE DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

**INDAGINE CONOSCITIVA SULL'EVOLUZIONE
DEL MERCATO MOBILIARE ITALIANO**

*AUDIZIONE DI TOMMASO PADOA-SCHIOPPA
PRESIDENTE CONSOB*

20 GENNAIO 1998

N. 26 - FEBBRAIO 1998



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

**QUADERNI
DI
FINANZA**

DOCUMENTI

COMMISSIONE FINANZE DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

**INDAGINE CONOSCITIVA SULL'EVOLUZIONE
DEL MERCATO MOBILIARE ITALIANO**

*AUDIZIONE DI TOMMASO PADOA-SCHIOPPA
PRESIDENTE CONSOB*

20 GENNAIO 1998

N. 26 - FEBBRAIO 1998

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana «Studi e Ricerche» vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana «Documenti» trovano spazio gli interventi istituzionali, gli atti di convegni, i documenti della IOSCO.

Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Carmine Di Noia, Alfredo Macchiati, Laura Piatti.
Segretaria di Redazione: Francesca Tempestini

INDICE

I.	INTRODUZIONE.....	<i>Pag.</i>	5
II.	GLI INTERMEDIARI.....	»	7
III.	I MERCATI.....	»	9
IV.	LE SOCIETÀ E IL MERCATO.....	»	10
V.	IL GOVERNO SOCIETARIO E I RELATIVI CONTROLLI.....	»	13
VI.	L'USO ILLECITO DELL'INFORMAZIONE.....	»	16
VII.	VALUTAZIONI E PROSPETTIVE.....	»	17
VIII.	CONCLUSIONE.....	»	19

I. INTRODUZIONE

1. Sono grato a Lei, Signor Presidente e agli onorevoli membri della Commissione Finanze della Camera per aver voluto offrire alla Consob l'occasione di esprimere il suo pensiero sul Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria che il Governo ha sottoposto al Parlamento il 19 dicembre 1997.

La sistemazione e la revisione normativa previste dalla delega del 1996 sono parte di uno sforzo che l'Italia deve compiere per affrontare con successo la competizione tra sistemi finanziari imposta dall'integrazione internazionale. In un mondo di frontiere aperte, la qualità della legislazione primaria e secondaria costituisce infatti uno dei fattori che determinano la competitività, lo sviluppo e la sopravvivenza stessa di un mercato mobiliare entro i confini di un paese. Certo, anche altri fattori contano: l'organizzazione tecnica del mercato, la preparazione professionale degli operatori finanziari, le scelte delle imprese, il sistema tributario, il funzionamento della Pubblica Amministrazione e del sistema giudiziario. Ma è indiscutibile l'importanza primaria della materia sulla quale il Parlamento è ora chiamato a esprimersi.

2. Per dare al Governo il migliore apporto di cui era capace, nei nove mesi trascorsi dal suo insediamento la Commissione che ho l'onore di presiedere ha dedicato un considerevole impegno (protrattosi per quasi un centinaio di ore di riunioni collegiali) alla questione del Testo Unico, ricevendo dai propri uffici un validissimo contributo di analisi e di esperienza, maturata attraverso anni di applicazione delle norme vigenti. Alla Commissione costituita presso il Ministero del Tesoro, presieduta dal Direttore Generale del Tesoro e composta da rappresentanti della Presidenza del Consiglio, del Ministero di Grazia e Giustizia, del Ministero dell'Industria, della Banca d'Italia e della Consob, estesa a illustri esponenti del mondo universitario, la Consob ha offerto il contributo di proposte organiche, in forma di relazioni e di articolati, nei due grandi campi - l'intermediazione finanziaria e il diritto societario - previsti dalla delega legislativa. E' intendimento della Consob rendere noti tali contributi dopo l'approvazione definitiva del Testo Unico.

3. Sin dall'avvio dei lavori sul Testo Unico la Consob ha ritenuto che per dotare il sistema finanziario italiano di un insieme di norme capace di favorirne lo sviluppo fosse opportuno operare lungo tre linee guida. Le si possono così illustrare.

Primo, realizzare una legislazione semplice e per principi. La vita economica ha bisogno di norme semplici e chiare come dell'ossigeno. Le norme primarie devono fissare principi generali lasciando gli elementi applicativi ai regolamenti e, per quanto possibile, all'autoregolamentazione. Una legislazione minuziosa e formale non rappresenta un vantaggio per le società e per gli operatori, è più facile da aggirare, limita la libertà dell'iniziativa economica e può creare

notevoli problemi di gestione anche alle autorità di controllo. La rapida e incessante evoluzione della finanza richiede leggi resistenti all'usura del tempo.

Secondo, rafforzare i meccanismi societari. Un miglior governo societario rafforza la capacità dell'impresa di produrre ricchezza per tutti i suoi azionisti. E' necessario per migliorare la credibilità e la reputazione del mercato italiano e per promuoverne la crescita. A questo fine occorrono una più chiara definizione dei compiti degli organi societari; più precisi obblighi di informazione, soprattutto per le operazioni che possono danneggiare gli azionisti che non partecipano al controllo; maggiori poteri alle minoranze. Questo ha voluto il Parlamento nel conferire la delega al Governo. Vanno evitati vincoli che violino i principi dell'autonomia contrattuale o che impediscano all'impresa di produrre ricchezza.

Terzo, rendere la normativa italiana coerente e competitiva con quella degli altri paesi. L'analisi comparata deve essere preoccupazione costante del legislatore. Vanno evitati oneri ingiustificati, dunque svantaggi competitivi, connessi alla regolamentazione.

4. Dirò subito che a giudizio della Commissione nazionale per le società e la borsa il Testo Unico presentato dal Governo fa progredire il nostro ordinamento lungo tutte tre queste linee e raggiunge un soddisfacente punto di equilibrio tra esigenze diverse. Anche se su alcuni temi nei quali si confrontano tesi e valutazioni diverse può essere ancora perfezionato, esso merita un apprezzamento favorevole del Parlamento, tale da consentirne la entrata in vigore nei tempi previsti. Di ciò si potranno giovare il mercato e la nostra economia.

5. E' noto che, nonostante la sua recente espansione, la borsa italiana rappresenta ancora oggi - per dimensione degli scambi, capitalizzazione e numero di imprese quotate - poco più della metà di ciò che le borse di altri paesi rappresentano per i rispettivi sistemi economici.

Alcuni fattori stanno operando ed opereranno anche negli anni a venire in senso favorevole alla sua crescita: le privatizzazioni, che fanno affluire azioni al mercato; i fondi pensione, che, pur se in lento decollo, dovrebbero divenire la principale categoria di investitori istituzionali; l'abbassamento dell'inflazione e dei tassi di interesse, che favorisce l'investimento in strumenti finanziari alternativi ai titoli di Stato; il progressivo ricambio generazionale per gran parte delle piccole e medie imprese, che costituisce un momento favorevole alla scelta della quotazione; la necessità per le nostre banche - anch'esse in fase di rapida evoluzione - di ampliare ed ammodernare il novero dei servizi resi alle imprese.

Ma permangono anche significativi ostacoli: un'antica riluttanza ad accettare le regole della trasparenza e del mercato; una tassazione che solo ora inizia a correggere una forte distorsione a favore dell'indebitamento; una ancora limitata presenza nel *merchant banking* da parte delle banche italiane.

6. Le leggi succedutesi nell'ultimo quarto di secolo - dalla legge n. 216 del 1974, a quelle sul mercato ristretto, sui fondi comuni di investimento, sulle offerte pubbliche, sull'attività di intermediazione delle SIM e delle banche, sull'organizzazione dei mercati e sull'*insider trading* -

che pure hanno contribuito in misura essenziale alla crescita ed all'ammodernamento del nostro mercato finanziario, sono nate in modo non coordinato, sono poco flessibili, hanno formato un insieme disarticolato e in parte contraddittorio. Era perciò necessario operare per il miglioramento delle basi legislative del sistema finanziario. La predisposizione del Testo Unico della Finanza costituiva a tal fine una occasione preziosa, forse unica.

7. In questa esposizione mi propongo di illustrare e commentare gli aspetti più rilevanti delle varie parti in cui si articola il testo del Governo per poi esprimere alcune valutazioni di ordine generale e alcune considerazioni sul lavoro che dovrà seguire l'emanazione del Testo Unico.

II. GLI INTERMEDIARI

8. La parte del Testo Unico relativa agli intermediari, pur poco presente nel pubblico dibattito dei mesi recenti, assume particolare rilievo perché, affiancandosi al Testo Unico Bancario del 1993, completa l'ordinamento del sistema finanziario italiano. Occorre conciliare il rigore necessario per una adeguata tutela degli investitori, con la snellezza richiesta dalle esigenze degli operatori. Il testo adottato dal Governo è riuscito a raggiungere questo equilibrio.

Per quanto riguarda gli intermediari suoi punti qualificanti sono:

- la piena realizzazione della vigilanza per finalità;
- la semplificazione delle norme;
- la razionalizzazione della disciplina del risparmio gestito;
- il rafforzamento della protezione degli investitori;
- la razionalizzazione dei provvedimenti sanzionatori e di gestione delle crisi degli intermediari.

9. La vigilanza per finalità, imperniata sulla distinzione fra controlli di stabilità e controlli di correttezza e trasparenza, costituisce ormai una caratteristica fondamentale dell'ordinamento italiano. La precedente, tradizionale distinzione per soggetti si è resa nel tempo sempre meno efficace perché si sono fatti sempre più incerti i confini tra le attività e le categorie di operatori con l'emergere di prodotti e servizi finanziari simili, composti, offerti da intermediari di diversa matrice. E' indubbio il vantaggio di ripartire i compiti delle diverse autorità in base alla loro finalità: trasparenza e correttezza, da un lato; stabilità, dall'altro. Si tratta di obiettivi che possono anche essere, in talune circostanze, tra loro in tensione. E' significativo che tale impostazione sia stata nel frattempo accolta nell'ordinamento di altri paesi avanzati. L'art. 3 dello schema di Testo Unico la sancisce definitivamente.

Nel Testo Unico tutti gli intermediari autorizzati - SIM, banche, nuovi intermediari gestori, società finanziarie, agenti di cambio - vengono dunque assoggettati, dalla Consob e dalla Banca d'Italia ciascuna per i profili di propria competenza, a controlli coerenti, distinti, non duplicati.

10. Degno di rilievo è il risultato raggiunto nel settore del cosiddetto risparmio gestito in forma individuale e collettiva. In economie avanzate, dove la ricchezza è ampia e diffusa, il risparmio finanziario è solo in minima parte tenuto in forma di deposito bancario, o amministrato direttamente dal risparmiatore. Per la parte preponderante è "gestito" da intermediari specializzati. Si è così imposta una nuova figura di intermediario presente in tutti i campi della gestione patrimoniale: individuale e collettiva, rivolta quest'ultima sia alla clientela privata, sia a quella istituzionale e in particolare ai fondi pensione. E' il settore della finanza cresciuto più in fretta e quello dove più rilevanti sono le economie di scala.

In Italia, lo sviluppo del risparmio gestito è stato finora parziale, anche per le rigidità imposte dal quadro normativo: frammentata per soggetti la disciplina; separata la gestione individuale da quella collettiva; pesanti gli adempimenti richiesti agli operatori; carente la tutela normativa della correttezza e della trasparenza. I grandi operatori internazionali del risparmio gestito hanno dimensioni assai superiori a quelle degli operatori italiani e godono di maggiore flessibilità operativa. In queste condizioni, la concorrenza che si profila vedrebbe gli intermediari italiani in grave inferiorità.

Il Testo Unico prevede un nuovo intermediario (la società di gestione del risparmio) che potrà unire la gestione individuale alla gestione collettiva nelle sue varie forme. Rispetto alla attuale disciplina, che regola l'attività dei fondi comuni di investimento e degli altri gestori collettivi, si realizzano due importanti innovazioni. La prima è una notevole semplificazione. La seconda è la creazione, nel settore della gestione collettiva, a fianco dei preesistenti profili di stabilità patrimoniale, di una tutela della trasparenza e della correttezza dei comportamenti assolutamente essenziale in un settore dove l'interesse del risparmiatore è più minacciato dalla eventuale scarsa correttezza dell'intermediario che dalla instabilità patrimoniale di esso.

11. Più in generale, il Testo Unico rafforza la tutela degli investitori perché predisporre controlli su tutti i profili di correttezza e di trasparenza e su tutti gli operatori, in modo omogeneo a parità di servizio reso. La vigilanza appare allineata a quella dei principali paesi, in particolare europei, e colma le lacune della disciplina precedente. Nello stesso tempo, i regolamenti applicativi previsti dal Testo Unico dovranno soltanto adattare alle società di gestione del risparmio la normativa di correttezza e trasparenza già esistente per le banche e le SIM. Come è noto, in questo campo la Consob ha recentemente emanato un regolamento, di pochi articoli, che lascia ampio spazio all'autodeterminazione degli operatori: in un sistema finanziario che non ha mai mostrato eccessiva propensione all'autoregolamentazione, è stata proprio la Consob a stimolare gli operatori su questa strada.

12. Quanto alle sanzioni e alle crisi degli intermediari, il Testo Unico estende ai gestori collettivi la disciplina introdotta dal decreto legislativo n. 415 del 1996. Entrambe le autorità di vigilanza (la Banca d'Italia e la Consob) potranno adottare nei confronti di tutti gli intermediari, banche incluse, provvedimenti ingiuntivi, volti a far cessare immediatamente le irregolarità

riscontrate. E' un procedimento agile ed efficace che potrebbe, in taluni casi, evitare provvedimenti cautelari assai gravi e perdite di immagine di norma non recuperabili.

Alla luce dell'esperienza maturata negli anni, la Consob ritiene molto opportuna la possibilità di applicare, per violazioni di minore gravità, la sanzione del richiamo scritto in luogo delle sanzioni pecuniarie. Nel Testo Unico tale possibilità è prevista solo per le violazioni concernenti la materia societaria; in sede di stesura e coordinamento finale delle disposizioni essa potrebbe essere estesa anche alle violazioni concernenti l'intermediazione.

III. I MERCATI

13. Per quanto riguarda i mercati, la profonda modifica dell'assetto istituzionale è stata introdotta con il decreto legislativo n. 415 del 1996 e il Testo Unico ora si limita a confermarla e a perfezionarla. Da un sistema in cui i mercati erano entità pubbliche, pervase dall'intervento dell'autorità di settore in tutte le fasi dell'organizzazione, regolazione e funzionamento, si è passati a un sistema privatistico, che assegna le competenze operative ad apposite società-mercato, dotate di autonomia regolamentare e di gestione, lasciando all'autorità i compiti di supervisione e controllo. Per la borsa valori, il nuovo assetto è divenuto pienamente operativo dal 2 gennaio scorso.

14. E' ormai evidente che la concorrenza fra i sistemi finanziari coinvolge anche i mercati e, in particolare, i servizi di quotazione e di negoziazione. Finiranno per prevalere le piazze più efficienti, meno costose, quelle dove è assicurata maggiore correttezza e trasparenza. Giova sottolineare alcuni punti qualificanti in cui il Testo Unico conferma e perfeziona il Decreto 415:

- i poteri della Consob e delle società di gestione del mercato;
- il concetto di mercato regolamentato;
- la vigilanza per gli scambi organizzati (ma non regolamentati);
- la disciplina delle insolvenze di mercato;
- la gestione accentrata di strumenti finanziari.

15. Sulle società di gestione dei mercati, la Consob eserciterà alcuni poteri di indirizzo generale che, ferma restando l'autonomia regolamentare, organizzativa e gestionale delle società-mercato, aiuteranno a rimuovere eventuali situazioni di pericolo per gli investitori.

16. La disciplina dei mercati regolamentati costituirà la cornice normativa entro cui potranno nascere e svilupparsi, accanto alla borsa valori, nuovi mercati regolamentati: di titoli delle piccole e medie imprese; di strumenti derivati, anche su valute e merci; di strumenti del mercato monetario. Ciò avverrà in un contesto di competizione anche internazionale.

17. Ma il Testo Unico compie un significativo chiarimento anche per quanto riguarda i cosiddetti scambi organizzati, quelli che avvengono, pur se in forma organizzata, al di fuori dei mercati regolamentati. Alla Consob è stata data una più incisiva capacità di tutela degli investitori che si avvicinano a tale segmento del mercato mobiliare, destinato ad assumere sempre maggiore importanza. Essa potrà nello stesso tempo contrastare processi di frammentazione degli scambi che facessero perdere efficienza ai meccanismi, regolati e no, di formazione dei prezzi. La norma è predisposta in modo da non pregiudicare le possibilità di innovazione da parte degli operatori e appare in linea con le più recenti evoluzioni internazionali.

18. Non meno importante è la nuova disciplina delle insolvenze di mercato. La normativa vigente, applicabile ai soli mercati borsistici, non permette di fronteggiare un fenomeno, l'insolvenza di mercato, che è unitario e interessa trasversalmente tutti i mercati nei quali l'intermediario in crisi ha operato. Le esigenze di riforma sono state soddisfatte affidando la liquidazione delle insolvenze a uno o più commissari nominati dalla Consob e dalla Banca d'Italia, secondo modalità e procedure previste da apposito regolamento.

19. La riforma dei mercati in senso privatistico si completa, infine, con significativi mutamenti dei sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari (Monte Titoli S.p.A. e Gestione Centralizzata dei titoli di Stato). Il presupposto è che tali sistemi costituiscono apparati strumentali intimamente connessi alla gestione dei mercati. Per la Monte Titoli sono stati previsti la totale liberalizzazione dell'accesso al capitale (oggi rigidamente disciplinato per legge) e il collocamento sul mercato della partecipazione in essa detenuta dalla Banca d'Italia. Per la Gestione Centralizzata dei titoli di Stato, i poteri assegnati al Ministro del Tesoro dall'art. 110 potranno consentire la trasformazione in una struttura privatistica, partecipata, organizzata e gestita direttamente dagli operatori.

IV. LE SOCIETA' E IL MERCATO

20. La materia societaria costituisce, dopo quelle degli intermediari e dei mercati, il terzo importante campo di intervento. E' quello dove il Parlamento aveva dato al Governo un mandato non di semplice sistemazione, ma di riforma, intorno ad alcuni cardini: collegio sindacale, poteri delle minoranze, sindacati di voto e rapporti di gruppo, tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza. Impropriamente si è parlato, per questo campo, di *corporate governance*, governo societario. In realtà la materia toccata dal Testo Unico è più articolata e può essere suddivisa in tre distinte aree:

- la disciplina del rapporto tra società e mercato;
- il governo societario delle imprese quotate e i relativi controlli;
- la repressione dell'uso distorto di informazioni.

A un esame delle disposizioni del Testo Unico riguardanti queste tre aree conviene premettere due osservazioni. In primo luogo, il testo approvato dal Governo costituisce il primo rilevante tentativo di porre rimedio a frammentarietà e incompletezze della disciplina vigente; esso dà vita, pur nella molteplicità dei profili presi in esame, a un disegno organico e coerente da cui dovrebbero risultare una migliore qualità dell'informazione che il mercato può aspettarsi di ricevere dagli emittenti titoli quotati, una maggiore razionalità nell'uso degli strumenti di controllo interno ed esterno a garanzia del buon funzionamento della gestione amministrativo-contabile delle società, un rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza e del risparmio affluente ai mercati finanziari.

In secondo luogo, la discussione dei mesi recenti ha concentrato la propria attenzione su alcuni importanti temi: le partecipazioni reciproche, l'opa obbligatoria, la raccolta di deleghe di voto. Si tratta di temi quanto mai importanti sui quali sarà necessario anche qui soffermarsi. Sembra utile, però, non trascurare altri temi, finora meno discussi e tuttavia non privi di rilievo.

21. Nella prima delle tre aree - le società e il mercato - si manifestavano delicate esigenze: garantire flessibilità e certezza nelle operazioni aventi ad oggetto titoli circolanti sul mercato; eliminare ostacoli alla circolazione di quei titoli e disincentivi alla quotazione; garantire regole di trasparenza e correttezza indispensabili per lo sviluppo stesso del mercato; trovare un equilibrio tra stabilità nel controllo societario, senza la quale risulterebbe compromessa la possibilità di compiere ragionevoli previsioni anche da parte degli investitori, e contendibilità del controllo medesimo, come garanzia di ricambio dei gestori inefficienti e di massimizzazione delle potenzialità delle imprese.

L'assetto normativo tuttora vigente, pur non ignorando tali obiettivi, ha dato risultati che lo stesso Parlamento, nel conferire la delega, ha giudicato non soddisfacenti. La disciplina dell'informazione societaria è infatti risultata talvolta troppo complessa e non sempre idonea a garantire le notizie davvero necessarie, soprattutto quando l'apparente centro di gestione della singola società non coincide con quello di effettivo comando. Ugualmente complicata, e spesso inadeguata alle reali esigenze che l'avevano ispirata, è apparsa la normativa sulle offerte pubbliche obbligatorie.

Non tutti i problemi di questo tipo possono forse considerarsi risolti; ma sembra alla Consob che le novità introdotte dal Testo Unico si muovano nella giusta direzione.

Significativa, in questo senso, è la sostanziale e diffusa delegificazione nei campi della sollecitazione all'investimento, delle offerte pubbliche di acquisto, scambio e vendita, dell'informazione che le società quotate devono dare al mercato. La delegificazione, realizzata mediante il ricorso alla normativa secondaria, consentirà maggiore flessibilità, un ascolto più minuto e costante delle esigenze del mercato, una più rapida risposta al mutare della competizione internazionale delle imprese e dei mercati se le istituzioni deputate all'emanazione dei regolamenti opereranno nello stesso spirito del Parlamento e del Governo. Di ciò la Consob è pienamente consapevole: essa intende realizzare con rapidità una regolamentazione seria ma, nel contempo, snella e il meno possibile onerosa per i destinatari. La semplificazione riguarderà in particolare

gli adempimenti nei confronti della Consob e del pubblico, la struttura del prospetto informativo, le modalità del controllo sul prospetto e sull'operazione in generale.

22. La spinta a delegificare non ha però impedito di introdurre nella legge primaria novità di notevole rilievo. Basti citarne due.

In primo luogo, l'applicabilità di parte degli obblighi informativi agli emittenti strumenti finanziari non quotati ma diffusi fra il pubblico. In sostanza tutti gli emittenti che abbiano effettuato una sollecitazione o abbiano comunque collocato i propri strumenti finanziari fra il pubblico saranno tenuti ad informare i risparmiatori sugli eventi di rilievo che attengono la vita della società. Si delinea così, nei limiti consentiti dalla delega, uno "statuto" delle società facenti appello al pubblico risparmio che si avvicina, quanto meno per ciò che riguarda gli obblighi informativi verso il mercato e verso la Consob, a quello delle società quotate in mercati regolamentati. E' una novità di rilievo, che dovrebbe facilitare l'avvicinamento dell'emittente alla quotazione, una esigenza importante del nostro sistema economico.

In secondo luogo, la previsione che consente alle società quotate su mercati regolamentati europei ed extraeuropei di redigere il bilancio consolidato secondo criteri uniformi di generale accettazione. Ciò consentirà agevoli comparazioni dei risultati dei diversi emittenti su mercati diversi. Le società sopra dette sono oggi obbligate a predisporre, in sostanza, due diversi bilanci consolidati (uno secondo la disciplina nazionale, l'altro secondo la disciplina richiesta dal mercato estero), con duplicazione di costi e rischi di confusione informativa. Alcuni paesi (Germania, Francia) stanno predisponendo strumenti legislativi per consentire a tali società di pubblicare un unico bilancio, redatto secondo norme contabili internazionalmente riconosciute (gli *International Accounting Standard* "IAS" o i principi contabili statunitensi "US GAAP"). Nello schema di Testo Unico è presente una norma che si muove nella medesima direzione, norma cui la Consob annette notevole rilievo.

23. Qualche cenno è indispensabile per rappresentare il punto di vista della Consob sui temi "caldi" dell'opa e delle partecipazioni reciproche.

Per l'opa le soluzioni del Governo semplificano il sistema e lo adeguano alle normative degli altri paesi europei. In tal senso muovono l'individuazione di una soglia fissa di partecipazione oltre la quale sorge l'obbligo di lanciare un'opa successiva totalitaria, l'attribuzione di rilevanza all'azione di concerto, l'estensione delle ipotesi di esenzione, il rinvio alla sede regolamentare della definizione di ipotesi particolari in cui la disciplina dell'opa può subire variazioni. L'analisi potrà in futuro concentrarsi non più sulle anomalie italiane, ma sulle questioni che vengono da tempo dibattute in tutti i paesi che hanno scelto di dotarsi dello strumento dell'opa obbligatoria, Francia e Gran Bretagna in particolare.

Certo, non vi è un solo modo per realizzare il difficile equilibrio tra la contendibilità del controllo e la tutela degli azionisti di minoranza. Si tratta certamente di un punto di equilibrio che richiede di essere valutato complessivamente, in ordine al quale potrebbero immaginarsi anche soluzioni diverse. La scelta compiuta dal Governo rappresenta un'indubbia e apprezzabile

razionalizzazione rispetto alla normativa vigente; essa riduce le incertezze in ordine alla soglia di controllo implicante l'obbligo di opa e agli altri presupposti di tale obbligo. Aspetti di dettaglio possono essere sempre perfezionati; ad esempio, l'obbligo di vendita previsto per i soci ancora detentori del 2 per cento del capitale può apparire non coerente con il criterio della tutela delle minoranze.

Nei paesi in cui è obbligatoria (la Francia, il Regno Unito), l'opa ha subito profonde e ricorrenti modifiche alla luce delle mutate situazioni dei rispettivi mercati. Ciò attesta la necessità che la soluzione legislativa scelta per assicurare l'equilibrio tra contendibilità societaria, efficienza del trasferimento del controllo e tutela degli azionisti sia fondata sulla realtà del mercato e possa essere mutata in conseguenza delle intervenute modifiche del quadro di riferimento.

24. Quanto alle partecipazioni reciproche, lo schema di Testo Unico conferma le soglie vigenti (2% in società quotate e 10% in società non quotate) ma introduce due significative innovazioni: l'estensione del divieto alle partecipazioni reciproche fra società appartenenti a gruppi diversi; la possibilità di assumere partecipazioni reciproche fino al 5% con delibere assembleari delle due società interessate. Sono scelte che favoriscono la centralità del mercato nella determinazione degli assetti di controllo e attenuano il rischio che una rete di partecipazioni reciproche crei un sistema di "proprietà circolare", autosufficiente, tale da sterilizzare il ruolo degli azionisti e del mercato. Poiché d'altra parte le partecipazioni reciproche possono, in certi casi, rispondere a logiche industriali apprezzabili, la soluzione adottata (la delibera assembleare), che rende più difficile l'utilizzo delle partecipazioni reciproche per alleanze non trasparenti nella gestione delle società, appare migliore rispetto a quella, inizialmente ipotizzata, di un rigido innalzamento a quote molto superiori.

V. IL GOVERNO SOCIETARIO E I RELATIVI CONTROLLI

25. Nella seconda area di intervento - il governo societario e i relativi controlli - l'ambito di applicazione della nuova disciplina presenta due forti caratterizzazioni. In primo luogo, per una consapevole e, a nostro giudizio, opportuna decisione, le disposizioni sul governo societario (Parte III, Titolo II, Capo II) sono applicabili alle società italiane che siano quotate in mercati regolamentati di almeno un paese dell'Unione Europea, non necessariamente l'Italia. Viene in tal modo estesa l'area delle società interessate dalla riforma e viene confermato il principio di parità concorrenziale tra i mercati dell'Unione. In secondo luogo, e anche qui la scelta è condivisibile, le innovazioni normative non investono la struttura del consiglio di amministrazione delle società. Ciò per due ragioni: perché la delega stessa non menziona espressamente il consiglio di amministrazione e perché si è preferito evitare discutibili distinzioni tra società quotate e non quotate.

Passerò qui in breve rassegna i principali campi in cui il Testo Unico modifica la legislazione vigente.

26. L'introduzione della disciplina delle deleghe di voto segna l'abbandono dello sfavore e del sospetto cui è ispirata l'attuale normativa del codice civile. La mutata realtà del mercato e l'evoluzione legislativa in materia di controllo sugli intermediari bancari e non bancari hanno indotto a vedere nelle deleghe di voto un istituto che può ridurre i costi per l'azionista e incrementarne l'interesse a partecipare alle scelte strategiche della società. Perché di tale istituto sia fatto un uso utile alla società, il Testo Unico contiene norme che tutelano la trasparenza sulle proposte e la correttezza nei comportamenti dei committenti e degli intermediari, con particolare riguardo a situazioni di conflitto d'interessi. Per lo stesso motivo la vigilanza della Consob dedicherà una particolare attenzione all'ipotesi in cui l'azionista che raccoglie le deleghe sia contemporaneamente il soggetto che, in quanto intermediario abilitato, entra materialmente in contatto con gli azionisti sollecitati.

27. Un secondo campo è la mutata configurazione dei poteri e dei doveri del collegio sindacale. L'intervento del legislatore risponde qui a un'esigenza fattasi negli anni vieppiù manifesta, anche in rapporto ai compiti attribuiti alle società di revisione. Il sovrapporsi dei compiti di controllo contabile assegnati a questi due organi ha infatti spesso determinato perdite di efficacia, confusione e deresponsabilizzazione. I controlli del collegio sindacale non hanno dato prova di grande efficacia a causa sia della indeterminatezza e della poca incisività dei poteri conferiti a quell'organo, sia della insufficiente indipendenza dei suoi componenti rispetto ai gestori della società. L'aver ora attribuito ai revisori l'esclusiva del controllo dei bilanci, previsto la nomina dei sindaci anche da parte delle minoranze azionarie, meglio definito e rafforzato i poteri dell'organo sindacale con riguardo alla correttezza della gestione sociale (e specificamente al fenomeno dei conflitti d'interessi e della organizzazione dei flussi informativi tra società del gruppo) dovrebbe correggere buona parte degli inconvenienti lamentati. La funzione del collegio sindacale di società emittenti titoli quotati, così come quella delle società di revisione, va intesa anche e soprattutto a garanzia del mercato. In questa luce va visto il più stretto rapporto con la Consob, cui i sindaci potranno inoltrare segnalazioni e alla quale è attribuito il potere di denunciare al tribunale le gravi irregolarità eventualmente imputabili ai sindaci medesimi nell'esercizio dei loro compiti.

28. I rapporti di gruppo costituiscono un terzo campo indicato dalla delega. Come è noto, di questi non esiste nel nostro ordinamento un'organica disciplina; né del resto esiste in altri ordinamenti europei, fatta eccezione per la Germania. Considerata l'estrema problematicità del tema e i limiti della delega non sarebbe stato ragionevole pretendere che il Testo Unico colmasse questa lacuna. Nonostante ciò le norme del Testo Unico che riguardano il fenomeno dei gruppi toccano in modo incisivo campi importanti come la trasparenza, il collegio sindacale, la revisione contabile. Esse sono accomunate da uno stesso principio ispiratore: evitare che l'organizzazione

d'impresе in forma di gruppo societario possa rivelarsi uno strumento per aggirare obblighi di trasparenza a cui sono tenute le società quotate e doveri spettanti ai sindaci e ai revisori. La forma organizzativa del gruppo assume pertanto carattere di neutralità sotto il profilo informativo, anche in considerazione della previsione di poteri e doveri di amministratori e sindaci delle società quotate nei confronti delle controllate, tali da configurare una sorta di "direzione unitaria" dell'informazione societaria.

29. Quarto campo, il rafforzamento degli strumenti di tutela delle minoranze azionarie: uno degli obiettivi che il legislatore ha indicato espressamente al Governo ed elemento qualificante dell'intero schema di Testo Unico. L'insufficienza dei predetti strumenti di tutela è a ragione considerata una delle cause della scarsa propensione degli italiani verso l'investimento azionario. Coerentemente con tali indicazioni e con tali analisi le norme proposte dal Governo prevedono innovazioni del diritto vigente: la possibilità di chiedere la convocazione dell'assemblea da parte di azionisti che detengano il 10% (e non più il 20%) del capitale; la possibilità per i detentori del 5% (e non più del 10%) del capitale di denunciare al tribunale gravi irregolarità di gestione; la possibilità (oggi del tutto esclusa) per la stessa minoranza qualificata di soci di promuovere l'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori e dei sindaci. A ciò si aggiunge l'introduzione - in conformità al modello normativo francese - di una disciplina speciale dei *quorum* deliberativi per le assemblee straordinarie, per le cui deliberazioni occorrerà il voto favorevole dei due terzi dei soci presenti in assemblea. Ne esce rafforzato il ruolo dell'assemblea come sede di discussione e di decisione, con conseguenze positive per l'evoluzione e l'affidabilità del nostro mercato finanziario.

30. Infine, la disciplina dei patti di sindacato. Per la prima volta essa trova nell'ordinamento una configurazione (almeno relativamente) compiuta per quanto attiene alla pubblicità, alla durata dei patti, alla possibilità di recesso. A tutti è noto come tali patti abbiano costituito e tuttora costituiscano uno dei principali strumenti del controllo societario; sicché anche a questo riguardo occorreva individuare un corretto bilanciamento tra la libertà negoziale, che è premessa dell'autonomia imprenditoriale, e la regolamentazione di possibili fenomeni distorsivi del mercato. E si poneva anche l'esigenza di evitare che l'uso troppo spinto di siffatti strumenti rappresentasse un ostacolo alla sana contendibilità del controllo societario. Le scelte compiute dal Governo - e in specie l'introduzione del diritto di recesso in caso di opa - pur essendo naturalmente ancora perfezionabili, sembrano realizzare un accettabile equilibrio tra le diverse esigenze e appaiono coerenti con l'impostazione generale del Testo Unico.

VI. L'USO ILLECITO DELL'INFORMAZIONE

31. La terza area di intervento è l'uso illecito dell'informazione: non solo l'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*), ma anche l'agiotaggio su strumenti finanziari (manipolazione). La ineludibile necessità di rendere più efficace la repressione dei reati di questo tipo era ed è avvertita in modo molto vivo, prima che dalla Consob, dal mondo economico e dall'opinione pubblica. E' ancora diffusa la convinzione che la borsa sia il terreno sul quale i pochi detentori di informazioni privilegiate o capaci di influire sui corsi si arricchiscono a spese dei più. E' una convinzione - forse esagerata - che genera sfiducia e tiene lontano il risparmio dalla borsa. Costituisce un grave elemento di debolezza per l'intero sistema economico e per la crescita del tessuto produttivo. Forte è la consapevolezza dell'inadeguatezza degli attuali presidi normativi contro questo antico male. E' perciò fonte di soddisfazione che il governo abbia colto l'occasione del Testo Unico per rivisitare la normativa apportando significative innovazioni.

32. Le novità di maggior rilievo afferiscono a due aspetti: il rafforzamento degli strumenti di accertamento del reato attribuiti alla Consob, quali la possibilità di convocare chiunque appaia informato sui fatti o di chiedere al giudice di disporre ispezioni, perquisizioni o sequestri; una modifica della definizione tipica del reato. Sotto il primo aspetto le innovazioni normative, nella misura in cui dovrebbero consentire una più efficace e pronta opera di contrasto al fenomeno criminoso, vanno salutate con favore. Qualche preoccupazione, invece, è lecito nutrire in ordine alla diversa configurazione del reato, che non consisterebbe più nella violazione dell'obbligo di *astenersi* dall'operare da parte di chi sia in possesso di un'informazione riservata, ma richiederebbe anche la prova che questi abbia agito *avvalendosi* di detta informazione. Elemento, quest'ultimo, il cui concreto accertamento potrebbe determinare maggiori difficoltà nel perseguire comportamenti contrari alla correttezza. In sostanza, si passa da un sistema caratterizzato da una fattispecie con pochi elementi costitutivi, ma da poteri di accertamento molto ridotti, a un sistema caratterizzato da una fattispecie più complessa ma con maggiori strumenti a disposizione dell'autorità preposta alla vigilanza. Riguardo alle sanzioni previste, quella penale potrebbe essere affiancata da una sanzione amministrativa pecuniaria di più immediata applicazione allo scopo di aumentare la portata deterrente della norma.

33. Individuare e reprimere l'*insider trading* e la manipolazione rimarrà comunque impresa difficile, in Italia come in altri paesi. La "malapianta" si farà rara solo con un cambiamento diffuso del costume e degli atteggiamenti, che la Consob si sforza e si sforzerà di promuovere. Nè va taciuto che le maggiori difficoltà nell'opera di contrasto di un fenomeno che non di rado si sviluppa in ambito internazionale, vengono dal difetto di collaborazione di Stati esteri con i quali non esistono idonei accordi di cooperazione.

VII. VALUTAZIONI E PROSPETTIVE

34. Al commento fin qui svolto vorrei ora far seguire, Signor Presidente, alcune considerazioni più generali della Commissione che rappresento. Le esporrò in quattro punti.

35. In primo luogo, la Consob ritiene che il Testo Unico proposto dal Governo rappresenti un buon punto di equilibrio tra esigenze che vengono comunemente considerate alternative, ma che spesso tali non sono. Pensiamo alle seguenti coppie di termini: stabilità-correttezza; maggioranza-minoranza; meccanismi di decisione-meccanismi di controllo; impresa-mercato; interesse privato-interesse pubblico.

Per ragioni storiche e culturali, che qui sarebbe troppo lungo illustrare, il nostro sistema economico e finanziario aveva l'esigenza - ormai diffusamente avvertita - che l'ordinamento rafforzasse il secondo termine di quelle endiadi. Vi era però il rischio che il rafforzamento fosse eccessivo, che appesantisse i controlli e frenasse le iniziative. L'esigenza è stata soddisfatta; il rischio è stato evitato. Per questo l'espressione "punto di equilibrio" ritorna in molte delle considerazioni che avete ascoltato. Aggiungo ora che si tratta di un equilibrio accettabile se inteso come equilibrio dinamico, nel senso che muove dalla situazione attuale verso un maggiore soddisfacimento di istanze in passato non molto realizzate.

Un accenno particolare merita la consuetudine di presentare i termini impresa-mercato in chiave antinomica; l'autonomia dell'impresa verrebbe minata, secondo questo modo di vedere, quando la borsa esercita sull'impresa una disciplina stringente. Come per le altre, anche per questa endiadi dev'essere trovato un equilibrio. L'unità di comando è necessaria all'impresa come a un esercito in battaglia. Ma non si dimentichi che le società per azioni e la borsa sono nate, storicamente, per consentire all'impresa di crescere oltre il limite segnato dal capitale del proprietario-imprenditore, attingendo alla ricchezza di soggetti lontani dalla conduzione dell'impresa. Questi soggetti sono "il mercato"; se i fili della fiducia e della convenienza che li legano all'impresa si spezzano, l'impresa stessa muore. Se quei fili sono forti, l'autonomia di chi conduce l'impresa si rafforza nei confronti di chi voglia indebitamente condizionarlo. La vigilanza del mercato rafforza l'impresa, non la indebolisce.

A chi temesse che l'ordinamento italiano divenga troppo esigente posso ricordare gli adempimenti ora previsti nel *Neuer Markt*, il mercato tedesco per le piccole e medie imprese: un prospetto particolarmente dettagliato e analitico, in sede di ammissione a quotazione; conti economici trimestrali; criteri contabili compatibili con quelli internazionali (IAS e US GAAP); il pieno assoggettamento alle regole per le offerte pubbliche di acquisto.

36. Seconda considerazione. Il testo sottoposto all'attenzione del Parlamento è suscettibile di una ulteriore messa a punto e di integrazioni che lo migliorino senza alterarne l'equilibrio complessivo. Anche chi ha partecipato alla sua stesura è consapevole che perfezionamenti possono essere ancora apportati. I lavori di codesta Commissione parlamentare certo produrranno risultati utili a tal fine.

Non entrerò qui nei particolari se non per esemplificare punti sui quali il confronto di idee può continuare senza trasformarsi in conflitto sui principi. La soluzione proposta per l'opa è equilibrata, ma non subirebbe danno da qualche variazione che tendesse a realizzare ancor meglio contendibilità e stabilità. Così per le deleghe di voto, che rappresentano un interesse degli azionisti e di riflesso anche delle società, secondo limiti, modalità di attuazione, percentuali minime per la raccolta, che potranno ancora essere oggetto di dibattiti. In materia di *insider trading*, la disposizione che facesse cadere l'obbligo di astensione oggi vigente potrebbe essere riconsiderata e potrebbe essere aggiunta la previsione di una sanzione amministrativa pecuniaria. Per gli intermediari, l'introduzione della sanzione del richiamo in alternativa a quella pecuniaria.

37. La terza considerazione riguarda i regolamenti da emanare. Una legislazione per principi implica un ampio rinvio a regolamenti che dovranno essere emanati dalle autorità di controllo, in primo luogo dalla Consob: su tale delicata questione è necessario fare chiarezza.

Innanzitutto, la pur ampia attività di regolamentazione è ben lontana dalle dimensioni spropositate che qualche organo di stampa ha rappresentato; consisterà essenzialmente in una integrazione - per alcune materie - del corpo regolamentare esistente. In secondo luogo la Consob sa che, nel procedere a tale integrazione, tradirebbe il senso della riforma se alla delegificazione non facesse seguire una deregolamentazione: testi snelli, a loro volta concepiti come regole "di principio" più che in forma di minuziosa precettistica. Nei mesi scorsi questa strada è già stata imboccata, con vivo apprezzamento del mercato. Infine, la Consob continuerà a seguire l'indirizzo - per essa ormai divenuto norma di condotta - di rendere gli operatori partecipi del processo di elaborazione dei regolamenti e di non varare norme senza un previo processo di pubblica consultazione su un testo predisposto. Secondo questo metodo e in questo spirito la Commissione nazionale per le società e la borsa intende emanare entro il 1998 tutti i regolamenti che saranno previsti dal Testo Unico.

Ciò detto, occorre ancora chiarire che lo spazio della regolamentazione non è il territorio della discrezionalità arbitraria e insindacabile. "Il Presidente della Consob - così prescrive la legge - tiene informato il Ministro del Tesoro sugli atti e sugli eventi di maggior rilievo. Il Ministro può formulare le proprie valutazioni alla Commissione, informando il Parlamento". La Commissione stessa può - come sta avvenendo in questo momento - essere sentita dal Parlamento in qualsiasi momento. Essa, come ho prima ricordato, esercita il proprio potere consultando il mercato. Nè va sottovalutato il presidio alla saggezza e alla indipendenza offerto dal carattere collegiale del suo deliberare. Nel Testo Unico, infine, potranno essere indicati ancor più chiaramente i criteri di principio in base ai quali la Consob eserciterà il potere di regolamentazione.

38. La quarta e ultima considerazione è per sottolineare con forza l'esigenza che alla emanazione del Testo Unico segua, in tempi brevi, una riforma complessiva del nostro diritto societario. Alla base della riforma delle società quotate predisposta dal Testo Unico sta la necessità di ampliare i modesti confini del mercato finanziario italiano e di renderlo più

competitivo. Tuttavia, se la spinta innovativa si arrestasse qui essa rischierebbe, per alcuni aspetti, di risultare forse addirittura controproducente e, per altri aspetti, certamente incompleta. Controproducente perché l'accentuarsi della divaricazione di disciplina giuridica tra società quotate e non quotate sui mercati regolamentati potrebbe costituire un disincentivo alla quotazione. Incompleta, perché non toccherebbe l'ampia gamma delle società che, pur non emettendo titoli quotati, hanno dimensione pari o talvolta maggiore delle società quotate, operano in regime di concorrenza sui medesimi mercati di quelle e, al pari di esse, sono (almeno potenzialmente) idonee ad esser finanziate mediante capitali facenti capo, direttamente o indirettamente, ad una vasta platea di soggetti.

Il panorama del diritto societario italiano è caratterizzato dalla coesistenza di aree nelle quali quasi nessuna innovazione è intervenuta dall'entrata in vigore del codice civile del 1942 e di aree che soprattutto nell'ultimo quindicennio sono state interessate da molteplici interventi. Quegli interventi hanno contribuito a modernizzare il nostro ordinamento ma non sono stati inseriti in un disegno unitario e coerente.

Per queste ragioni la Consob ritiene che il Testo Unico sia un passo al quale deve seguirne un secondo: una più ampia riforma del diritto delle società che modernizzi l'intero impianto della disciplina societaria.

Questo secondo passo dovrà riguardare le regole di tutte le imprese che fanno appello al pubblico risparmio, e riconoscere le rilevanti differenze fra "società aperte" - che si finanziano con mezzi raccolti sul mercato, e che possono essere quotate, o non esserlo - e società chiuse, che svolgono la loro attività imprenditoriale con una ristretta base di soci. Potranno essere valorizzate le differenze tra il regime delle società per azioni e di quelle a responsabilità limitata. Per le società aperte, potrà essere introdotta la possibilità di scegliere fra più assetti: quello basato sul consiglio di amministrazione e sul collegio sindacale da un lato, e quello che si fonda sul consiglio di sorveglianza e sul consiglio di gestione dall'altro. Per le "società chiuse" si potrà procedere a una riduzione dei controlli e degli oneri, concentrando le norme di garanzia sulla tutela dei creditori sociali. In tale sede, si potrà anche affrontare, ove ritenuto opportuno, quella compiuta disciplina dei gruppi economici che in questa fase è parsa impossibile, anche per via dei limiti propri della legge delega.

VIII. CONCLUSIONE

39. Nel varare il Testo Unico della Finanza, il Governo e il Parlamento compiono un atto di politica economica di grande rilievo, che si iscrive nel processo di trasformazione del quadro giuridico italiano intrapreso da oltre un quinquennio. Momenti salienti di questa trasformazione sono stati la riforma della legislazione bancaria, la normativa sui fondi pensione, la definizione dei diritti di proprietà sulle imprese pubbliche e delle modalità per la loro privatizzazione. La

riforma del diritto societario, della regolamentazione del risparmio gestito, dell'organizzazione e del controllo dei mercati contenute nel Testo Unico continuano il processo.

Rilevanti sono state le modifiche dei flussi finanziari che hanno accompagnato la trasformazione del quadro giuridico; la capitalizzazione della borsa rispetto al PIL è raddoppiata in tre anni; attraverso la borsa lo Stato ha ceduto al mercato imprese pubbliche per un importo molto superiore a quello degli altri paesi europei. Il risanamento delle pubbliche finanze e la migliorata profittabilità delle imprese hanno dato nuovo impulso all'investimento delle famiglie in azioni. Sono tendenze che continueranno.

40. La riduzione dei tassi d'interesse, il graduale riassorbimento del debito pubblico, il passaggio all'euro determineranno una riallocazione del risparmio di imponenti dimensioni. Se il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo scenderà nei prossimi cinque anni dal livello attuale al di sotto del 100 per cento, si genererà, a parità di propensione al risparmio, una domanda aggiuntiva verso i titoli emessi da operatori privati, residenti e non residenti, superiore a 400 mila miliardi. E' evidente l'importanza di avere un quadro di tutela dei risparmiatori che aiuti a canalizzare questi flussi verso il mercato italiano e verso le imprese italiane.

Poco più di cinque anni fa, in seguito a politiche che ne avevano progressivamente indebolito la competitività e la solidità finanziaria, l'Italia attraversò una grave crisi valutaria e dovette uscire dagli accordi monetari allora esistenti. Se il processo di risanamento economico e finanziario, che proprio da quella crisi iniziò, non si arresterà, l'impresa privata con vocazione alla crescita troverà in un ordinamento moderno della finanza il quadro entro cui impiegare il risparmio degli italiani per lo sviluppo dell'occupazione e del reddito.