Nel corso del semestre di Presidenza della Grecia, il Portogallo ha presentato una proposta di compromesso basata sulla previsione di un regime opzionale piuttosto che obbligatorio della disciplina recata dagli articoli 9 e 11. Nei termini in cui è stato presentato, il compromesso portoghese non è stato ritenuto accettabile dall'Italia, in considerazione della valenza armonizzatrice nulla, e della disparità di trattamento attuata a sfavore degli Stati che prescelgono la modalità più virtuosa di recepimento rendendo obbligatoria la relativa disciplina.

Il Ministero dell'economia e delle finanze, con il Dipartimento delle politiche comunitarie, ed il supporto della Consob e della Banca d'Italia, sta allo stato verificando possibili soluzioni di compromesso che, pur riprendendo la filosofia del precedente compromesso tentato dalla delegazione portoghese, possano almeno offrire la possibilità di ovviare alle conseguenze della mancata realizzazione del *level playing field*, consentendo lo svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto in condizioni di efficienza e di parità concorrenziale.

Come evidenziato nel documento Consob, particolarmente problematiche sono per l'Italia le disposizioni relative alla definizione del prezzo da corrispondere in caso di obbligo di opa successiva.

La proposta della Commissione individua il "prezzo equo" da corrispondersi nel caso di opa totalitaria successiva in quello più elevato pagato per acquisti di azioni in un certo periodo antecedente l'opa. La soluzione non è in linea con il nostro ordinamento, che ha ritenuto eccessivamente oneroso tale criterio di commisurazione del prezzo.

Il criterio generale scelto dalla proposta di direttiva è quello che assicura il miglior trattamento possibile per gli azionisti che cedono le loro azioni in sede di offerta successiva. Detto criterio solleva tuttavia perplessità, in quanto costituisce un forte ostacolo alla contendibilità del controllo.

Difficilmente comprensibile appare anche la mancata previsione nella proposta di direttiva dell'istituto dell'opa preventiva parziale (che esonererebbe da quella totalitaria successiva). Come anche rappresentato nel documento Consob, la mancanza di tale strumento, previsto dal nostro ordinamento e ben conosciuto anche da altri di più lunga tradizione finanziaria (Gran Bretagna, per tutti), si palesa ancor più irragionevole laddove si ponga mente al carattere "punitivo" per lo scalatore del "prezzo equo" dell'opa totalitaria successiva.

E) Comunicazione della Commissione concernente la Modernizzazione del Diritto Societario e il rafforzamento della *Corporate Governance* in Europa

La Commissione europea il 21 maggio scorso ha pubblicato una Comunicazione con la quale ha indicato un Piano di azione concernente la modernizzazione del diritto societario ed il rafforzamento della *corporate governance*.

Il Piano contiene le linee di indirizzo secondo le quali la Commissione intende sviluppare la propria azione nel diritto societario nei prossimi anni.

In via generale il Piano di Azione comprende sia la revisione di alcune direttive già emanate (in particolare la II°, in materia di capitale sociale; la III° e la VI°, in materia di fusioni e scissioni; la VII° in materia di bilancio consolidato), sia aree di interesse nuove al legislatore comunitario (la *corporate governance*, il regolamento della società privata europea,) e aree sulle quali è da tempo in corso il dibattito a livello europeo (progetto di direttiva sulle fusioni transfrontaliere, sul

trasferimento della sede sociale, sulla disciplina dei gruppi, la disciplina di altre forme di esercizio collettivo dell'impresa).

Le misure proposte possono essere ricondotte a due finalità nel quadro di una competizione fra ordinamenti e nel rispetto del principio di sussidiarietà: la protezione di azionisti e creditori, in modo da evitare competizioni verso il basso fra gli Stati membri; la promozione dell'efficienza e della competitività delle imprese, nel quadro della realizzazione del mercato unico.

Nel corso della Presidenza italiana si è già pervenuti all'approvazione da parte del Consiglio dell'Unione del 22 settembre u.s. di un testo di conclusioni con il quale, in particolare, gli Stati membri hanno riconosciuto la necessità di rafforzare la *corporate governance* delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio e hanno concordato sull'adozione di misure volte ad accrescere la trasparenza, a rafforzare i diritti degli azionisti, ed ammodernare le regole di funzionamento dell'organo amministrativo.

6. LE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE

Nel documento Consob si palesa l'esigenza di riconsiderare i problemi relativi alla regolamentazione delle offerte di titoli obbligazionari e alle regole di condotta che gli intermediari devono seguire nel rapporto con la clientela *retail* nella prestazione dei servizi d'investimento (in particolare modo nella formazione del portafoglio dei clienti, laddove l'intermediario goda di margini di discrezionalità o possa comunque orientarne le scelte)

Recenti collocamenti di strumenti finanziari presso il pubblico, con gravi pregiudizi a danno dei risparmiatori, inducono ad una riflessione sull'assetto normativo e istituzionale in tema di tutela del risparmio per verificare l'adeguatezza delle regole e dei poteri di controllo.

La disciplina in essere è comunque destinata a subire rilevanti modificazioni, in relazione all'implementazione della nuova direttiva sul prospetto (nei limiti in cui si applica agli *eurobond*), ed in virtù dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario che amplia dal punto di vista qualitativo e quantitativo i canali di finanziamento diretto delle imprese e richiede una rivisitazione dell'art. 11 del T.U.B. in tema di raccolta di risparmio di credito tra il pubblico.

Le regole nazionali, inoltre, potranno essere rafforzate anche dalla normativa in corso di preparazione a livello comunitario, ed in particolare dalla direttiva sui servizi di investimento sopra analizzata.

Per quanto riguarda l'assetto istituzionale, l'attuale frammentazione delle competenze e le modalità del loro esercizio inducono ad una riflessione sulla necessità di ricondurre i relativi poteri ad un'unica autorità preposta alla tutela del risparmio.

Le innovazioni normative dovranno in ogni caso essere accompagnate da una rivisitazione dei comportamenti che devono seguire gli intermediari nel collocamento di strumenti finanziari nei portafogli della clientela c.d. "inconsapevole".

Sezione A

LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

PAGINA BIANCA

LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

Le crisi societarie: le riforme americane e le conseguenze in Europa e in Italia

Le crisi societarie che sono emerse nel corso degli ultimi due anni hanno rivelato l'esistenza di alcune debolezze strutturali nel sistema di incentivi e nei meccanismi di controllo delle società quotate. Tali debolezze si sono manifestate con particolare drammaticità negli Stati Uniti, in presenza di un "modello" societario caratterizzato dalla massima separazione tra i soggetti che esercitano il controllo di una società e i soggetti che ne detengono la proprietà.

In tale contesto, con una particolare e inattesa intensità in alcune rilevanti società quotate, è entrato in crisi il complesso e delicato sistema di pesi e contrappesi che, sia sul piano delle regole che su quello degli incentivi e dei controlli, doveva assicurare che il comportamento dei *manager* fosse coerente con gli obiettivi degli azionisti.

La reazione delle autorità americane alla crisi di fiducia che ne è conseguita e che stava assumendo un carattere sistemico è stata rapida e incisiva ,almeno sugli aspetti sintomatici più evidenti che sono emersi nei principali episodi di crisi. Le riforme avviate con il *Sarbanes Oxley Act*, integrate da numerose iniziative della Sec, stanno profondamente ridisegnando ruoli e responsabilità di alcuni dei principali soggetti coinvolti nel sistema di *corporate governance* delle società statunitensi.

Sebbene la diagnosi dei fattori di patologia e le linee di riforma avviate negli Stati Uniti siano profondamente condizionate dagli assetti istituzionali e dal modello societario di quel paese, la dimensione e la natura profonda delle criticità emerse segnalano l'esistenza di debolezze strutturali e di potenziali distorsioni nei rapporti tra soggetti emittenti e mercati che interessano tutti i principali sistemi economici.

Nei paesi dell'Europa continentale, e in Italia in particolare, gli assetti proprietari e di controllo presentano caratteristiche profondamente diverse rispetto a quelli delle imprese statunitensi; da tali differenze deriva una diversa configurazione dei problemi legati all'esigenza che la gestione delle società sia coerente con gli interessi degli azionisti. L'elevata concentrazione proprietaria da un lato infatti riduce i rischi di "strapotere" manageriale che si sono manifestati nelle *public companies* ma fa emergere dall'altro potenziali divergenze di interesse tra azionisti di controllo, per i quali assumono rilevanza anche i benefici privati del controllo, e gli azionisti di minoranza che da tali benefici sono esclusi. Il rischio che l'estrazione di benefici privati avvenga a danno degli interessi della società è aumentato dalla diffusa presenza nelle imprese europee di meccanismi legali che consentono di moltiplicare i diritti di voto per ogni unità di capitale posseduto (attraverso vari strumenti quali i voti multipli, le azioni a diritto di voto nullo o limitato, la creazione di "piramidi" di società quotate, le partecipazione reciproche) e dalla ridotta

contendibilità del controllo che riduce il ruolo dei meccanismi di *monitoring* esterno basati sul mercato del controllo societario, la cui efficacia si è peraltro rivelata poco incisiva anche nei sistemi a proprietà diffusa laddove sono possibili misure di difesa che ostacolano la realizzazione di scalate ostili.

In tale quadro, anche per le imprese europee si pone l'opportunità di definire migliori equilibri nei sistemi di incentivi dei soggetti coinvolti nella gestione delle imprese e di rafforzare i meccanismi di disciplina esterna sul loro comportamento. Su entrambi questi aspetti la regolamentazione è chiamata a svolgere un ruolo innovativo e le iniziative in atto, robuste negli Stati Uniti, più timide per il momento nei paesi europei, mostrano una nuova consapevolezza di tale esigenza.

In generale, il problema che si pone all'interno di tutti i principali sistemi, e che anche nel processo di riforma in atto negli Stati Uniti ha finora trovato solo parziali risposte, è quello di assicurare un ruolo più ampio ed efficace del risparmio diffuso all'interno della dialettica societaria. Tale ruolo deve potersi esplicare più efficacemente sia attraverso i meccanismi di *exit*, ottimizzando la qualità e la tempestività dei flussi informativi, sia attraverso i meccanismi di *voice*, potenziando gli strumenti di rappresentanza e di iniziativa degli azionisti di minoranza.

Per quanto riguarda in particolare la situazione italiana, il quadro normativo delineato dal d.lgs. 58/1998 (Tuf) e dai relativi regolamenti attuativi rappresenta una valida base di partenza per affrontare le criticità già emerse e le debolezze potenziali del sistema di governo societario. La Consob, nel corso dell'ultimo anno, ha peraltro realizzato alcune modifiche regolamentari volte a migliorare gli *standard* informativi sul mercato con riferimento ad alcune aree di particolare rilevanza alla luce degli assetti proprietari delle società quotate italiane.

In particolare, con specifico riguardo alla diffusa presenza di gruppi societari che includono società quotate, sono state introdotte due disposizione volte a fornire informazioni al mercato su alcune particolari operazioni per le quali si ravvisa una strutturale presenza di potenziali conflitti di interessi.

Con la prima è stato previsto che, in caso di operazioni con parti correlate, le società quotate debbano predisporre un documento informativo, da mettere a disposizione del pubblico entro quindici giorni dalla conclusione dell'operazione, nel quale devono essere indicate, oltre alle caratteristiche dell'operazione e ai suoi effetti economici, patrimoniali e finanziari, anche le motivazioni economiche della società al compimento dell'operazione, le modalità di determinazione del prezzo dell'operazione e le valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.

Con la seconda disposizione, è stata prevista la pubblicazione, con cadenza mensile, di tutte le operazioni effettuate da parte dei soggetti capogruppo, o da loro controllate, sulle azioni quotate del gruppo o su strumenti finanziari, anche derivati, che consentano di acquistare o vendere tali

azioni. Precedentemente a tale modifica regolamentare, le operazioni delle capogruppo venivano rese note al mercato, a cura delle stesse capogruppo, solo quando il volume del mese eccedeva il limite del 25 per cento del volume scambiato nei sei mesi precedenti e la pubblicazione riguardava esclusivamente i dati aggregati su base mensile.

Nonostante l'evoluzione normativa degli ultimi anni sia stata estremamente efficace rispetto all'obiettivo di aumentare la tutela del mercato, consentendo al sistema italiano di collocarsi oggi tra quelli più avanzati tra i principali paesi, restano alcune lacune, la cui importanza è stata enfatizzata dalle crisi societarie di questi ultimi anni, in particolare per quanto riguarda l'area dei conflitti di interesse all'interno della società e nelle funzioni di controllo esterno.

Con riferimento a queste ultime, mancano attualmente solide basi legislative a una più efficace regolamentazione dei conflitti di interessi delle società di revisione, rispetto ai quali sarebbe necessario estendere l'incompatibilità dell'attività di revisione con quella di consulenza all'intero *network* di cui le società di revisione generalmente fanno parte. Analoghe carenze legislative si rilevano per la regolamentazione dell'attività degli analisti finanziari, la cui figura non è attualmente prevista nel Tuf.

Con riferimento ai conflitti di interessi all'interno delle società quotate, non è attualmente possibile per la Consob intervenire per via regolamentare per assicurare trasparenza all'operatività da parte degli amministratori sui titoli delle società in cui svolgono la loro funzione, analogamente a quanto è stato invece possibile fare per i soggetti capogruppo; questa impossibilità non consente, quindi, di completare il quadro informativo sui comportamenti dei soggetti *insider*.

Alcune lacune di portata più generale, ma che si rivelano importanti anche nel contesto specifico della regolamentazione in tema di *corporate governance*, sono inoltre riscontrabili nei limiti dei poteri ispettivi della Consob e nella modesta efficacia deterrente dei sistemi sanzionatori.

Inoltre, si sottolinea l'opportunità di valorizzare ulteriormente il ruolo del risparmio diffuso all'interno della dialettica societaria, cui il Tuf ha attribuito un importante riconoscimento sotto il profilo dell'enunciazione delle finalità, ma i cui poteri effettivi hanno mostrato finora limitata efficacia, anche a causa della scarsa propensione delle società quotate a impegnare i margini di autonomia statutaria che il Tuf esplicitamente loro attribuisce per favorire l'attivismo degli azionisti di minoranza. Su questo tema resta aperto il problema di stimolare una partecipazione più attiva degli azionisti di minoranza, soprattutto da parte di coloro che, come gli investitori istituzionali, detengono partecipazioni "qualificate", favorendo anche una loro maggiore rappresentatività e presenza negli istituti societari.

L'extraterritorialità del Sarbanes Oxley Act e le interconnessioni tra diritto societario e diritto dei mercati

L'ambito di applicazione della legge di riforma americana (*Sarbanes Oxley Act*) si estende anche alle società straniere quotate negli Stati Uniti. Tale estensione ha posto il problema di un possibile conflitto con gli ordinamenti degli altri paesi in quanto le previsioni della *Sarbanes* hanno a oggetto non soltanto comportamenti degli emittenti con riguardo alla trasparenza e alla diffusione delle informazioni, campo consolidato di azione delle *securities laws* per le quali tende a sussistere il principio della prevalenza della normativa del paese sul quale sono quotati i titoli, ma anche alcuni meccanismi interni di *governance* delle società, campo proprio delle diritto societario per le quali è tradizionalmente prevalso il principio della prevalenza della normativa del paese di origine delle società.

Proprio l'incidenza diretta della legge americana sul diritto societario rappresenta un elemento di novità anche all'interno del sistema giudico degli Stati Uniti, dove tradizionalmente tali materie sono state prevalentemente di pertinenza dei singoli Stati, mentre l'iniziativa federale è stata più marcata nelle materie legate alla trasparenza e all'integrità del mercato.

La modifica dell'approccio del legislatore americano rispetto alla tradizionale separazione di competenze riflette in realtà un'oggettiva difficoltà di tracciare un confine tra i due settori, difficoltà che è stata evidenziata proprio in conseguenza dei recenti scandali dai quali è emersa l'intrinseca connessione tra meccanismi interni di governo e di controllo delle società e possibilità di garantire trasparenza e integrità del mercato.

Il riconoscimento di tale connessione ha quindi spinto il legislatore americano verso un approccio globale ai problemi di fiducia emersi nei confronti del sistema delle imprese quotate, con l'intento di ristabilire una relazione efficace tra i meccanismi di controllo interno delle società e il controllo esercitato dal mercato, la cui efficacia dipende dalla quantità, qualità e tempestività delle informazioni fornite.

Problemi in parte analoghi stanno peraltro emergendo anche all'interno dell'Unione Europea, dove pure è riscontrabile una consolidata distinzione tra diritto societario di prevalente matrice statale e diritto dei mercati caratterizzato da un'incisiva attività del legislatore comunitario. Nel quadro delle iniziative comunitarie volte alla creazione di un mercato integrato del controllo societario, cui è finalizzata la proposta di direttiva sulle Opa, è emersa l'esigenza di ridurre le difformità nelle caratteristiche strutturali del governo societario, rese possibili dalla ridotta convergenza delle norme nazionali del diritto societario. A tal fine, l'Unione europea ha definito un Piano d'azione sul diritto societario che prevede anche la predisposizione di meccanismi di monitoraggio permanente del diritto societario e della *corporate governance* all'interno dei Paesi Membri.

Il tema dell'interconnessione tra regole del mercato e regole delle società sta emergendo come una delle questioni chiave su cui tutti i sistemi economici devono confrontarsi e che pone delicati problemi di competenze e di coordinamento soprattutto nel quadro della crescente estensione della presenza delle imprese su mercati di dimensione sopranazionale.

In tale quadro la riforma americana pone alcuni rilevanti problemi applicativi alle società europee che, in assenza di un adeguato livello di flessibilità, potrebbe riflettersi negativamente sull'integrazione dei mercati internazionali.

Sulle principali aree di criticità emerse, legate soprattutto alla presenza e al ruolo dell'*audit committee* e alla vigilanza sull'attività dei revisori, è in corso un confronto tra la Commissione europea e le autorità statunitensi volto all'individuazione di possibili soluzioni basate sul riconoscimento di garanzie equivalenti negli ordinamenti nazionali. L'iniziativa comunitaria è peraltro integrata anche da iniziative bilaterali condotte dai singoli Paesi Membri, rese necessarie dalle difformità presenti nei diversi sistemi nazionali.

Nell'ambito di tale confronto si sta delineando l'esigenza della ricerca di una progressiva convergenza dei diversi ordinamenti verso obiettivi condivisi di rafforzamento della fiducia del mercato e di un costante dialogo tra i soggetti regolatori al fine di assicurare adeguate forme di coordinamento e di collaborazione.

La riforma del diritto societario

La riforma del diritto societario attuata con il d.lgs. 6/2003 realizza un'opera di rinnovamento complessivo della disciplina contenuta nel codice civile del 1942, con l'obiettivo di fornire alle imprese italiane maggiori strumenti di crescita o di flessibilità organizzativa, attraverso l'aumento delle possibilità per le società e i loro soci di scegliersi l'assetto organizzativo più confacente ai propri interessi. La riforma estende inoltre alle società non quotate ad azionariato diffuso alcuni istituti per la tutela delle minoranza previste dal Tuf.

Nella riforma sono presenti anche alcuni nuovi strumenti di tutela della trasparenza e di prevenzione dei conflitti d'interessi. Questi temi assumono particolare rilevo alla luce delle recenti crisi societarie e delle iniziative di riforma in corso nei principali paesi, da cui emerge peraltro l'esigenza di assicurare l'efficacia del sistema sanzionatorio, nel complesso degli strumenti penali, civili e amministrativi chiamati a svolgere una funzione deterrente verso comportamenti illeciti. Rispetto a questa esigenza, la riforma del diritto penale societario, che ha preceduto la riforma organica del diritto societario, presenta sia alcuni problemi applicativi, connessi al sistema di soglie applicabile per la rilevanza penale delle false comunicazioni sociali e alla identificazione del comportamento illecito, sia problemi riguardanti l'efficacia deterrente, in temini di entità delle sanzioni e di tempi di prescrizione.

La riforma del diritto societario comporta inoltre significative novità per le società con azioni quotate, alle quali saranno applicabili alcune disposizioni che le riguardano espressamente (ad esempio in tema di obbligazioni e aumenti di capitale) o come parte della più generale categoria delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio, ma anche molte delle nuove norme generali sulle società per azioni.

Alcuni aspetti della riforma rendono, peraltro, necessario coordinare la nuova normativa generale delle società con quella del Tuf, che detta norme speciali per gli emittenti con azioni quotate (artt. 119 e seguenti), volte ad assicurare una maggior tutela delle minoranze e del pubblico risparmio. Il coordinamento con le leggi speciali è espressamente previsto dalla legge delega 366/2001 (art. 1, comma 2), e può essere ora realizzato in attuazione del comma 5 dell'art. 1 della stessa legge delega.

L'aspetto di maggior rilievo riguarda l'utilizzo da parte delle società per azioni quotate o degli intermediari dei cosiddetti "modelli alternativi", nei quali non è presente il collegio sindacale, a cui il Tuf assegna rilevanti compiti di controllo interno e di interlocuzione con le Autorità di vigilanza. Sul punto la riforma contiene un principio generale volto a evitare il rischio di arbitraggi normativi fra i diversi modelli. Infatti, l'art. 223-*septies*, secondo comma, delle disposizioni di attuazione dispone che al consiglio di sorveglianza e al comitato per il controllo sulla gestione si applichino le norme sui sindaci previste da leggi speciali (compreso il Tuf), ove compatibili. Appare peraltro opportuno un chiarimento normativo sull'applicabilità di alcune norme specifiche del Tuf, relative ad esempio alla rappresentanza delle minoranze e a determinati poteri dei sindaci nelle quotate; in alcuni casi, fra l'altro, il mutamento della natura dell'organo di controllo potrebbe rendere necessario individuare soluzioni originali che consentano di raggiungere in modo diverso i medesimi risultati perseguiti dalla disciplina sui sindaci del Tuf.

Altri temi sui quali può essere opportuno un intervento di coordinamento della disciplina complessiva riguardano: l'applicabilità al collegio sindacale delle quotate di alcune nuove disposizioni sui sindaci; l'appartenenza dei nuovi strumenti finanziari introdotti dalla riforma all'elenco di strumenti finanziari previsto dall'art. 1, comma 2, del Tuf; la sovrapposizione fra alcune nuove disposizioni del codice civile riformato in materia di tutela delle minoranze e le norme del Tuf; la revisione contabile sulle società con titoli diffusi.

Su un piano più generale, relativo alla esigenza di assicurare un adeguato equilibrio nelle esigenze di tutela delle diverse categorie di società, si rileva infine come rimangano nell'ordinamento alcune differenze di trattamento tra società quotate e società non quotate, ad esempio in materia di sanzioni penali e - nella prospettiva del recepimento dei principi contabili internazionali - di bilancio, che possono rappresentare rilevanti disincentivi alla quotazione.

L'integrazione dei mercati dei capitali europei: le direttive sul prospetto e sulle offerte pubbliche d'acquisto

L'adozione delle direttive in materia di prospetti e di offerte pubbliche d'acquisto costituisce un elemento essenziale per la realizzazione del *Financial Services Action Plan* predisposto dalla Commissione Europea al fine di creare il mercato unico europeo dei capitali.

La finalità della direttiva sui prospetti è di rendere più semplice per gli emittenti dei paesi membri il ricorso al pubblico risparmio, garantendo nel contempo gli attuali *standards* in materia di protezione degli investitori. La situazione attuale infatti evidenzia una perdurante segmentazione del mercato della raccolta di capitali, in cui la realizzazione contemporanea in più paesi europei di offerte al pubblico è resa difficoltosa dalla scarsa armonizzazione delle regole e dagli ampi spazi lasciati dalle direttive vigenti alla discrezionalità dei legislatori nazionali.

Il principale strumento individuato dalla direttiva per aumentare l'integrazione del mercato è quello del passaporto europeo per gli emittenti. Il passaporto europeo consente agli emittenti che intendano offrire strumenti finanziari al pubblico o richiedere l'ammissione alle negoziazioni su di un mercato regolamentato in uno degli Stati Membri, di utilizzare lo stesso prospetto informativo approvato dall'autorità competente del paese d'origine semplicemente notificando tale intenzione all'autorità competente del/dei paesi ospitanti senza che da parte di questi sia possibile esperire alcun sindacato. A tal fine vengono armonizzate le informazioni che devono essere contenute nel prospetto e viene notevolmente semplificato il regime linguistico in quanto è possibile che solo la nota sintetica, e non l'intero prospetto, sia tradotta nella lingua degli investitori interessati. È peraltro significativo che il processo di armonizzazione, anche per le offerte senza contestuale ammissione a quotazione, non viene più limitato alle sole operazioni cosiddette *cross border* ma si estende alle offerte meramente domestiche che dovranno rispondere ai medesimi *standards* informativi.

L'approvazione della direttiva comporterà l'adozione di significative modifiche alla normativa nazionale, per quanto riguarda ad esempio i termini per l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, i casi di inapplicabilità e la disciplina degli annunci pubblicitari, oltre che ovviamente quella del mutuo riconoscimento dei prospetti. Appaiono particolarmente significative, per gli effetti che ne deriveranno, soprattutto le modifiche che si renderanno necessarie relativamente ai casi di esenzione, attualmente disciplinati dall'art.100 del Tuf e dall'art. 33 del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob.

Il progetto del passaporto europeo, così come definito nell'attuale proposta di direttiva, lascia peraltro aperte alcune questioni sulle quali sarà possibile intervenire con ulteriori iniziative legislative a livello comunitario. L'aspetto più importante riguarda la mancata contestuale definizione degli obblighi di informativa periodica. A differenza di quanto inizialmente proposto dalla Commissione Europea, l'adozione del cosiddetto *registration system*, non fa più parte del

progetto sul passaporto europeo, essendo solo prevista la possibilità per gli emittenti di redigere un *registration document:* manca invece un'adeguata disciplina riguardo all'aggiornamento delle informazioni contenute nel prospetto e alle relative misure di *enforcement*. Su questi aspetti potrebbe efficacemente intervenire la proposta di direttiva in materia di obblighi informativi degli emittenti, di imminente presentazione. Appare infatti particolarmente opportuno assicurare che le informazioni finanziarie diffuse dagli emittenti quotati siano aggiornate almeno annualmente e siano assoggettate ad adeguate verifiche in ordine alla loro conformità alle disposizioni applicabili.

Un'ulteriore esigenza riguarda l'opportunità di assicurare un'adeguata convergenza a livello internazionale degli *standards* informativi nelle offerte al pubblico: la proposta di direttiva contiene una prima indicazione in questa direzione prevedendo che, nel definire gli schemi di prospetto, le misure di attuazione dovranno essere in linea con gli *standards* informativi adottati dalla Iosco.

Alla realizzazione del mercato unico europeo del controllo societario è rivolta la proposta di direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto, sulla quale è ripresa un'intensa attività a livello comunitario, sulla base anche delle indicazioni emerse nel dibattito al Parlamento Europeo che ha accompagnato la mancata approvazione della precedente proposta. In particolare, il Parlamento Europeo lamentava l'assenza di effettive condizioni di parità, considerato che gli Stati Membri hanno differenti regole di diritto societario, che possono costituire altrettante misure difensive, e che la proposta non apportava modifiche a tali norme societarie. Un altro punto di conflitto era la mancata definizione del 'prezzo equo' che l'offerente è tenuto a proporre agli azionisti.

Nell'ottobre 2002, la Commissione Europea ha presentato una nuova proposta di direttiva, che tiene conto anche delle indicazioni del rapporto del Gruppo di esperti commissionato dal Parlamento (cosiddetto rapporto Winter). Il nuovo testo prevede la definizione di prezzo equo (individuato nel prezzo più elevato pagato per acquisti di azioni in un certo periodo antecedente all'Opa), impone regole di trasparenza, e introduce regole per il trattamento delle azioni rimaste ai soci di minoranza a seguito di un'Opa (cosiddetti *squeeze-out* e *sell-out*). In materia di misure difensive, è stata mantenuta la possibilità della loro adozione solo con l'autorizzazione dell'assemblea (*passivity rule*) e, soprattutto, viene proposta una regola per la neutralizzazione (*breakthrough rule*) di alcune norme di diritto societario in caso di Opa. Tuttavia, la Commissione Europea, nella sua proposta originaria, non ha ritenuto di dover sottoporre alla regola della neutralizzazione i diritti di voto multipli, sostenendo che tale misura avrebbe comportato il sorgere di questioni attinenti ai diritti di proprietà e alle norme di diritto societario.

Dalle discussioni tenutesi nell'ambito del Gruppo di lavoro istituito presso il Consiglio non sta emergendo una sufficiente convergenza sulle proposte della Commissione Europea, soprattutto a causa della mancata introduzione della sterilizzazione dei voti multipli. Tale istituto, infatti, nei Paesi in cui è previsto dalle norme di diritto societario, può rappresentare un'efficace misura difensiva; peraltro ciò crea delle asimmetrie rispetto al principio generale secondo cui le altre forme di difesa verrebbero fortemente limitate dall'obbligo di approvazione da parte dell'assemblea e

dall'applicazione della *breakthrough rule*. Su tali aspetti è intervenuto anche uno studio, realizzato per conto del relatore al Parlamento Europeo, che propone di ricomprendere i diritti di voto multipli tra le misure che vengono neutralizzate a seguito di un'Opa, a fronte di una compensazione economica per il venire meno di tali diritti.

Un ulteriore problema riguarda la mancata previsione nella proposta di direttiva dell'istituto dell'Opa preventiva parziale, presente invece nell'attuale legislazione italiana, che pure appare coerente con l'impostazione di fondo che privilegia la ricerca di una maggiore dinamicità del mercato del controllo societario su scala europea nel quadro di una rafforzata tutela degli azionisti di minoranza. Tale previsione potrebbe contribuire a ristabilire un adeguato equilibrio tra l'esigenza di tutela degli azionisti e quella di evitare un'eccessiva onerosità per gli acquirenti. Su questo secondo aspetto incide infatti l'attuale orientamento della proposta di direttiva riguardo al prezzo dell'Opa obbligatoria, individuato, come detto, nel prezzo massimo pagato dall'offerente senza alcun effetto di "attenuazione" come invece previsto nella legislazione italiana. L'istituto dell'Opa preventiva parziale, che prevede di ripartire in misura proporzionale gli acquisti tra tutti gli aderenti, non comporta peraltro alcuna limitazione al principio della parità di trattamento di tutti gli azionisti e quindi appare perfettamente coerente con le finalità poste alla direttiva.

La proposta di una nuova direttiva sui servizi di investimento e la disciplina dei mercati

Nel novembre del 2002 la Commissione Europea ha presentato una proposta di nuova direttiva sui servizi di investimento e i mercati regolamentati che, pur seguendo l'impostazione della precedente direttiva 93/22/CEE, introduce importanti novità, in particolare per ciò che riguarda la disciplina dei mercati. L'esigenza di una nuova disciplina nasce dall'evidente incapacità della vecchia direttiva di offrire risposte regolamentari adeguate ai profondi sviluppi che hanno caratterizzato la struttura dei mercati, fra cui l'intensificarsi della concorrenza fra mercati regolamentati (e fra questi e altri soggetti che offrono sistemi di esecuzione delle negoziazioni) e le maggiori incertezze nell'individuare il confine fra intermediari e mercati.

Nella proposta di direttiva vengono considerate anche altre questioni che erano rimaste fuori dall'ambito di applicazione della direttiva 93/22/CEE, quali la disciplina esplicita della consulenza in materia di investimenti e dell'operatività in derivati su merci. La disciplina di dettaglio relativa a diversi questioni di carattere generale affrontate dalla proposta di direttiva è demandata alle norme giuridicamente vincolanti che saranno emanate attraverso la procedura di comitato.

Alla base della nuova impostazione della disciplina dei mercati adottata dalla proposta di direttiva vi è l'assunto che la competizione tra diversi e concorrenti meccanismi di esecuzione delle negoziazioni può apportare benefici agli investitori finali attraverso una riduzione dei costi di transazione che favorisce l'afflusso di ulteriore liquidità al mercato. Inoltre, l'esecuzione degli ordini in mercati regolamentati può non costituire la modalità migliore di esecuzione per tutti i tipi

di ordini (in particolare quelli di grandi dimensioni o aventi a oggetto titoli poco liquidi), né può soddisfare tutte le diverse esigenze degli investitori. Seguendo questa impostazione, la proposta di direttiva non prevede il rinnovo della facoltà per gli Stati Membri di applicare la regola della concentrazione in borsa degli scambi, in quanto si ritiene che la regolamentazione non debba creare distorsioni ingiustificate rispetto ai luoghi e alle modalità di esecuzione delle negoziazioni, che possono avvenire su mercati regolamentati, ma anche su piattaforme alternative alle borse (sistemi multilaterali di negoziazione) o tramite operazioni fuori borsa con un'impresa di investimento (cosiddetta "internalizzazione" degli ordini).

La coesistenza di diversi luoghi e modalità di esecuzione delle negoziazioni relativamente a uno stesso strumento finanziario pone peraltro la necessità di ridefinire alcuni aspetti rilevanti della regolamentazione dei mercati, in conseguenza del profondo mutamento delle condizioni di funzionamento degli scambi e dell'introduzione di nuovi soggetti nell'organizzazione e nella gestione dei sistemi di negoziazione.

In tale quadro, un primo problema riguarda il rischio di un'eccessiva frammentazione degli scambi e di inefficienze nel meccanismo di formazione dei prezzi. Per far fronte a questi rischi la proposta di direttiva prevede un nuovo regime di trasparenza sulle negoziazioni che, pur minimizzando i rischi di arbitraggio regolamentare, è graduato in funzione delle caratteristiche specifiche dei diversi luoghi di esecuzione degli ordini. La proposta prevede quindi di estendere ai sistemi multilaterali di negoziazione obblighi di trasparenza *pre* e *post-trade* sostanzialmente omogenei a quelli previsti per i mercati regolamentati, mentre per le imprese di investimento che internalizzano gli ordini della clientela sono previsti in alcuni casi obblighi di trasparenza *pre-trade* meno stringenti, al fine di non disincentivare alcune categorie di operatori (in particolare i negoziatori in conto proprio) dal fornire liquidità al mercato.

La proposta di direttiva prevede inoltre un quadro regolamentare specifico per i sistemi multilaterali di negoziazione, che potranno operare in qualità di imprese di investimento autorizzate alla prestazione di un nuovo servizio e saranno assoggettate a una disciplina in parte analoga a quella prevista per le società di gestione di mercati regolamentati.

L'aumento del numero di luoghi in cui può essere eseguito un ordine solleva, inoltre, la necessità di predisporre presidi adeguati a tutela degli investitori finali rispetto all'obbligo di esecuzione delle negoziazioni alle migliori condizioni, non valutato in termini unicamente di prezzo, da parte delle imprese di investimento. La proposta di direttiva introduce, a tal fine, una forma più attiva e dinamica di obbligo di "*best-execution*", attraverso regole di gestione degli ordini che impongono alle imprese di esaminare regolarmente le diverse sedi potenziali di esecuzione degli ordini per verificare quali tra esse offrano le condizioni migliori, dimostrando di fare sistematicamente uso di tali informazioni per conto dei clienti e di seguire procedure che massimizzino la probabilità che il cliente ottenga le migliori condizioni. Allo stesso tempo, la proposta di direttiva affronta i problemi di tutela degli investitori legati ai conflitti di interessi che

sorgono quando l'esecuzione di un ordine avviene fuori borsa e in contropartita diretta con un'impresa di investimento che opera in conto proprio o in conto terzi.

Un ulteriore ordine di problemi deriva dalla coesistenza di diversi mercati regolamentati su cui possono essere scambiati gli stessi titoli. Tale problema è già presente nell'attuale contesto normativo italiano così come definito del Tuf. La proposta di direttiva affronta esplicitamente il caso in cui uno strumento finanziario sia trattato su più di un mercato, prevedendo che un valore mobiliare, una volta ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato, possa essere ammesso anche in altri mercati regolamentati senza il consenso dell'emittente. Inoltre, la proposta prevede una disciplina specifica per la sospensione o il ritiro dalle negoziazioni di strumenti finanziari scambiati in diversi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

In merito a questo specifico aspetto, la Consob ha all'esame alcune modifiche al Regolamento 11971/1999 concernente la disciplina degli emittenti e al Regolamento 11768/1998 in materia di mercati che contemplano la possibilità che mercati regolamentati ammettano alle negoziazioni strumenti finanziari già ammessi a quotazione in altri mercati regolamentati italiani, in assenza di domanda degli emittenti. Al riguardo, va rilevato in via generale che, sebbene la normativa vigente di cui al d.lgs. 58/1998 non preveda una distinzione tra "ammissione alle negoziazioni" e "ammissione a quotazione", la stessa non impedisce - in linea di principio - la possibilità di ammettere alle negoziazioni, senza il coinvolgimento dell'emittente, strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni in un altro mercato regolamentato italiano, a condizione che da tale nuova ammissione non derivino, in capo all'emittente medesimo, obblighi aggiuntivi. Per tenere conto di tali elementi, si è ritenuto necessario procedere alle opportune modifiche dei Regolamenti citati.

È in proposito da considerare che il Testo unico usa indifferentemente le espressioni "ammissione alle quotazioni" e "ammissione alle negoziazioni" e suddivide tra la società di gestione e la Consob le funzioni che in altri paesi vengono considerate appartenenti all'attività di *admission to listing*. In presenza di una nuova forma di concorrenza fra mercati, certamente diversa da quella originariamente ipotizzata dal Testo Unico, la Consob ritiene opportuno rimuovere eventuali ostacoli, presenti in norme regolamentari redatte quando ancora tale modalità di concorrenza fra mercati non era stata prospettata, ferma restando la necessità di verificare che le regole dei nuovi mercati uniscano alla possibilità di ammissione senza richiesta dell'emittente la necessaria tutela degli investitori.

Le obbligazioni societarie e la regolamentazione dei rischi bancari del nuovo accordo di Basilea

I recenti accadimenti relativi al mancato rimborso di un prestito obbligazionario di importo rilevante emesso da un emittente quotato segnalano l'opportunità di riconsiderare i problemi relativi alla regolamentazione delle offerte di obbligazioni e alle regole di condotta che gli intermediari devono seguire nel rapporto con la clientela *retail* nella prestazione dei servizi di investimento, specie nei casi in cui i risparmiatori possono non essere in grado di valutare appieno le caratteristiche di un investimento e il *trade-off* tra rendimento e rischio. Secondo una prassi diffusa, infatti, gli intermediari che curano i collocamenti privati di obbligazioni di società non finanziarie, spesso prive di *rating* o con *rating* molto bassi, procedono a collocare i titoli a investitori *retail* ancora prima che si chiuda la fase del mercato primario, oppure aderiscono all'offerta non "in conto proprio" ma per conto dei clienti gestiti.

Il fenomeno assume particolare rilievo alla luce dell'importanza crescente delle emissioni di obbligazioni quale forma di raccolta di mezzi finanziari per le imprese industriali italiane. Nel periodo 1999 - 2002, la quota del debito a media e lunga scadenza rappresentata da obbligazioni dei primi 43 gruppi operanti nell'industria e nei servizi è passata dal 53 al 61 per cento circa; inoltre, i nuovi finanziamenti a lungo termine sono stati coperti all'80 per cento da emissioni obbligazionarie. Gran parte dello *stock* delle obbligazioni dei principali gruppi industriali italiani (circa l'85 per cento, pari a 55 miliardi di euro) è quotato sui mercati borsistici del Lussemburgo e dell'Irlanda, mentre le obbligazioni quotate su mercati regolamentati italiani (e in particolare sul Mot) rappresentano una quota modesta (circa 6 miliardi di euro). La netta preferenza per la quotazione su mercati esteri è probabilmente legata al fatto che gli adempimenti da assolvere nei confronti delle autorità di vigilanza di Irlanda e Lussemburgo sono minori e consentono di collocare un prestito obbligazionario (soprattutto nel caso di offerte riservate agli investitori istituzionali) in tempi più contenuti di quelli possibili nel caso di offerta pubblica sul mercato italiano. L'emittente dei prestiti obbligazionari, inoltre, risulta essere di frequente una controllata estera di una società italiana e l'offerta avviene spesso attraverso un collocamento iniziale sull'Euromercato (cioè riservato a investitori istituzionali internazionali). Ciò, oltre a rispondere all'esigenza di effettuare l'operazione in tempi piuttosto contenuti, consente alle società di aggirare alcuni controlli previsti dal nostro ordinamento, non ultimo il limite quantitativo alle emissioni obbligazionarie alle imprese italiane posto dal codice civile.

Maggiori incentivi all'emissione di titoli obbligazionari da parte delle imprese potrebbero provenire anche in conseguenza del Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali. Le nuove regole potrebbe infatti indurre le banche a ridurre l'esposizione creditizia verso le imprese, che saranno dunque sempre più incentivate a finanziarsi tramite collocamenti di titoli di debito direttamente sul mercato. Come noto, con riguardo al rischio di credito delle banche, l'Accordo modifica i criteri di ponderazione delle varie voci di rischio e definisce i requisiti di capitale con