

ASSOGESTIONI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DELLE SOCIETÀ ED
ENTI DI GESTIONE MOBILIARE ED IMMOBILIARE

Uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario

Una proposta ai protagonisti del mercato finanziario

Per la discussione nel convegno:

*"Società, mercato e diritti degli azionisti:
uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario"*

martedì 17 settembre 1996 - dalle ore 9,30 alle 13,00
Four Seasons Hotel
via Gesù 8 - Milano

In questa proposta di Assogestioni ai protagonisti del mercato finanziario, sono formulate nove regole di condotta, che dovrebbero indirizzare il comportamento degli emittenti titoli quotati, prevalentemente nell'interesse dell'informazione del mercato del risparmio, del quale gli investitori istituzionali sono protagonisti. Le regole sono espressione dell'esperienza acquisita in questi anni nel corso di un fruttuoso dialogo con la Consob e, attraverso questa, con gli investitori.

Assogestioni, stimolata dai propri associati, nell'intento di proporre al mercato soluzioni attentamente maturate, ha elaborato, anche con il fattivo contributo dell'Associazione degli analisti finanziari, le singole regole e ha discusso nelle sedi tecniche appropriate il contenuto di ciascuna di esse. In un secondo momento, con la collaborazione di autorevoli studiosi esterni, la bozza delle proposte è stata sottoposta alla verifica degli interessati in un incontro di una giornata.

Lo statuto per l'efficienza del mercato finanziario si propone di avviare un processo di autoregolamentazione che assicuri agli operatori una più ampia duttilità nella determinazione dei modelli di condotta attraverso l'enucleazione di regole di opportunità adattabili alle esigenze mutevoli della prassi; una sorta di raccolta di usi, quindi, espressione di principi dell'etica degli affari che trovino la propria fonte di legittimazione nella diretta funzionalità ad un mercato più evoluto e efficiente.

Il nostro compito si esaurisce nella raccolta di suggerimenti per il corretto comportamento. Peraltro ci si rende conto della importanza che questa raccolta può assumere nello sviluppo delle regole di correttezza del mercato, che è bene siano lasciate alla volontaria adesione degli attori e protagonisti, nel quadro di principi di legge.

L'auspicio è di avere colto insieme, con il metodo, gli indirizzi al momento più significativi e che la comune maturazione dei temi voglia dire comune adesione ai contenuti delle regole e quindi reciproco impegno al loro rispetto. Il tempo ci dimostrerà se l'utilità di questo procedere potrà ancora progredire, a testimonianza della capacità di auto-disciplina del mercato.

Gustavo Visentini
Presidente di Assogestioni

Sommario

Presentazione

di Guido Cammarano

pag. 3

Uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario

Abstract

pag. 5

Premessa

pag. 7

Parte prima - L'informativa di mercato

pag. 8

Informativa ordinaria

pag. 10

Informativa straordinaria

pag. 11

Aumenti di capitale

pag. 12

Altre operazioni straordinarie

pag. 13

Equivalenza nei mercati di quotazione

pag. 14

Incontri con la comunità finanziaria

pag. 14

Parte seconda - Rispetto del mercato e tutela delle minoranze

pag. 15

Trasferimenti di controllo

pag. 17

Operazioni infragruppo

pag. 17

Azioni di risparmio o privilegiate

pag. 18

Un primo commento

di Federico Rampini

pag. 19

Presentazione

di Guido Cammarano

Segretario Generale di Assogestioni

1 Lo **statuto per l'efficienza del mercato finanziario** nasce concretamente in Assogestioni da una proposta maturata nell'ambito del Comitato tecnico dei gestori costituitosi agli inizi del 1994 quale iniziativa utile a contribuire ad uno svolgimento efficiente dell'attività di investimento. Ma esso risponde ad una esigenza profonda che si è andata col tempo sempre più avvertendo nel sistema delle nostre società di capitale e segnatamente della grande impresa azionaria che ricorre al mercato per una raccolta diretta di mezzi finanziari: l'esigenza di assicurare una corretta dialettica tra maggioranza di controllo dell'impresa e azionisti di minoranza.

L'assenza di un sistema effettivamente market oriented obbliga, nel caso italiano, a confrontarsi con una realtà ancora legata alla logica della contrapposizione tra azionisti imprenditori e azionisti risparmiatori, la cui dinamica continua ad esplicarsi senza il rispetto di regole adeguate alle esigenze del mercato finanziario.

In tale contesto la presenza di assetti proprietari stabili e la mancanza di un reale pluralismo economico non permettono al mercato di contribuire a una appropriata allocazione delle risorse finanziarie, privandolo della funzione ad esso propria di assicurare la competitività delle imprese e accrescerne, per tale via, l'efficienza.

L'impossibilità del mercato di esercitare un'influenza sugli assetti di controllo depaupera le minoranze azionarie di potere negoziale per far valere le proprie istanze nella conduzione dell'attività sociale; peraltro, l'inadeguatezza dell'informativa rende spesso vana anche la stessa opzione del disinvestimento. Di qui l'esigenza di affermare e sviluppare una prassi di comportamenti maggiormente rispondente agli interessi dei risparmiatori-investitori.

La salvaguardia del valore dell'investimento si fonda certamente sull'efficienza della gestione dell'impresa ma il problema dell'efficienza gestionale, in un contesto giuridico ed economico caratterizzato dalla presenza di assetti proprietari stabili, non va legato esclusivamente alla necessità di imporre strumenti di controllo che limitino l'autonomia decisionale del management e può assumere una valenza diversa che spinge a ripensare e rivitalizzare il rapporto tra maggioranza e minoranza nelle dinamiche interne della società, al fine di tutelare l'interesse di chi partecipa al capitale in veste di risparmiatore ma anche di garantire la maggiore funzionalità dell'impresa.

2 Compito contrattuale degli investitori istituzionali, e tra questi innanzitutto i fondi comuni, è quello di interporsi tra formazione del risparmio propenso all'investimento azionario e formazione del capitale di rischio delle imprese che a quel risparmio attingono, garantendo una selezione e una gestione professionale degli investimenti nel segno della diversificazione e della stabilità dei rendimenti. Essi acquisiscono così una figura funzionale che rafforza la posizione e il ruolo degli azionisti-risparmiatori: all'assenteismo che caratterizza l'azionista risparmiatore gli investitori istituzionali debbono sostituire, per il mandato loro conferito, una attenzione vigile sui risultati e sull'andamento dell'impresa e quindi sull'operatività del management delle società alle quali fanno affluire capitale di rischio.

La rivitalizzazione dell'azionariato di risparmio attiva, a sua volta, un mutamento cultu-

rale dell'investitore istituzionale che non limita la sua attività alla sola logica del "vendi se non condividi il management", ma sviluppa anche una logica di lungo periodo nell'ottica di una partecipazione alla dialettica societaria, finalizzata a una verifica e a uno stimolo della funzionalità dell'amministrazione.

Sulla base di questi presupposti e delle esigenze vieppiù avvertite di valorizzare il ruolo degli azionisti minoritari nella dinamica societaria, per accrescere l'efficienza stessa del mercato finanziario, si è fatto luogo alla predisposizione di uno **statuto per l'efficienza del mercato finanziario** che ha lo scopo di indurre le imprese quotate a confrontarsi con le esigenze di un mercato che così possa recuperare una sua centralità nella determinazione delle condotte imprenditoriali, riappropriandosi di quella funzione regolatrice dei processi economici svilita dalla morfologia stessa del nostro sistema finanziario e offrendosi come meccanismo idoneo a conferire all'azionista minoritario la possibilità di compiere una valutazione sull'operato della conduzione di una società da esprimere attraverso l'investimento.

3 La proposta di uno **statuto per l'efficienza del mercato finanziario** può anche essere riguardata come un contributo ad integrare e a rafforzare principi normativi che non hanno ancora trovato completa espressione nel nostro ordinamento quali la tutela della concorrenza, il rispetto dei diritti degli azionisti di minoranza, la pubblicità e la trasparenza delle operazioni proposte al mercato, la diffusione e l'ampliamento delle informazioni societarie.

Essa si basa sul convincimento che il mercato e i soggetti che in esso si confrontano hanno la capacità e la legittimazione a proporre e a porre principi e regole utili per il mantenimento e lo sviluppo del mercato stesso e quindi per una sempre maggiore efficienza dei comportamenti che in esso si tengono e delle attività che vi si realizzano, nel continuo impegno a perseguire un'allocazione ottimale delle risorse finanziarie disponibili. La proposta di dare al mercato delle imprese quotate regole sempre più adeguate di comportamento viene incontro alla avvertita e diffusa esigenza di rendere una struttura importante di un sistema istituzionale democratico adeguata alle nuove mutate e mutabili necessità dello sviluppo del processo produttivo di accumulazione e di creare condizioni favorevoli all'accesso di nuove imprese al mercato dei capitali, aumentandone le dimensioni nelle sue forme più dirette e più nobili quali l'emissione di titoli rappresentativi del capitale di rischio.

Indica, infine, l'avvio a una soluzione di continuità con l'aspirazione protettiva che cerca in un intervento pubblico esterno al mercato la tutela dei propri interessi, anziché nella iniziativa dei singoli che in esso si incontrano nell'alveo di regole di comune e reciproca convenienza che la orientino al soddisfacimento di una più generale efficienza.

Uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario

Una proposta di Assogestioni ai protagonisti del mercato finanziario

Abstract

La proposta di dare contenuto alle richieste della comunità finanziaria in uno **statuto per l'efficienza del mercato** muove dalla consapevolezza che solo attraverso un adeguato rafforzamento della tutela giuridica ed economica dell'investitore sia possibile, da una parte, rinsaldare il legame fiduciario tra i risparmiatori e le società emittenti e, dall'altra, attribuire al mercato una funzione regolatrice delle attività di impresa. L'indicazione di regole di comportamento per le imprese quotate è finalizzata a salvaguardare e valorizzare il significato stesso dell'investimento. Essa rimane confinata al piano della *moral suasion*, specificando ed ampliando principi e norme già esistenti nella legge e nei regolamenti vigenti.

Il documento, la cui caratteristica è quella di rimanere *aperto* ad ogni eventuale successiva integrazione, nella sua versione attuale risulta ripartito in due sezioni. La prima parte, inerente all'informativa al mercato, si articola in sei principi sui seguenti temi: l'informativa ordinaria, la completezza ed esaustività dell'informazione straordinaria, l'informativa sulle finalità sottese alle operazioni sul capitale, le comunicazioni sui principali dati economici, patrimoniali e finanziari relativi alle operazioni straordinarie, la parità di informazione tra i mercati, gli incontri tra il management e la comunità finanziaria.

Il rafforzamento della trasparenza deve realizzarsi, anzitutto, nel settore dell'informativa ordinaria attraverso l'instaurazione di un flusso di informativa continuo e completo, capace di garantire la conoscenza aggiornata e tempestiva dell'andamento corrente delle società emittenti.

A tal fine occorre, in primo luogo, favorire una migliore comprensione dei fattori determinanti il valore dell'azienda prevedendo, tra l'altro, nella relazione di bilancio un'analisi stratificata dei ricavi, del risultato operativo e degli investimenti per singolo settore di attività o divisione all'interno della società stessa. Inoltre appare indispensabile che, sia nel comunicato stampa con il quale le società emittenti informano il pubblico della deliberazione consiliare che approva il progetto di bilancio, sia in occasione del comunicato relativo alla relazione semestrale, vengano indicati i dati essenziali sull'andamento economico, patrimoniale e finanziario delle società stesse.

Infine si auspica che, allo scopo di allineare le nostre procedure informative a quelle dei mercati più evoluti, anche nel nostro mercato possa consolidarsi in un futuro prossimo la prassi della divulgazione di alcuni dati trimestrali riflettenti la situazione economica, patrimoniale e finanziaria delle società emittenti.

In secondo luogo il rafforzamento del sistema informativo deve orientarsi sul versante della informazione sugli eventi che hanno una diretta incidenza sui corsi azionari; qui il principio della completezza ed esaustività dell'informativa è soddisfatto unicamente quando al mercato è assicurata la conoscenza continua ed aggiornata di ogni elemento che possa avere diretta influenza sui diritti dei soci e sul valore delle azioni. In particolare si chiede che alla comunità finanziaria sia comunicato, da un lato, ogni accadimento capace di influire in modo significativo sull'andamento dell'impresa, in maniera tale da determinare una divaricazione sensibile tra le aspettative degli investitori e il risulta-

to gestionale e, dall'altro, ogni evento che possa incidere in misura rilevante sulla struttura patrimoniale della società.

Inoltre l'informativa inerente al compimento di un'operazione straordinaria deve necessariamente estendersi al profilo sia delle modalità di attuazione della stessa, sia delle motivazioni e finalità che hanno condotto alla relativa deliberazione. Le società emittenti devono, altresì, provvedere ad informare gli investitori in ordine ai principali dati economici, patrimoniali e finanziari relativi alla realizzazione di un'operazione straordinaria. In ottica più generale nello statuto è raccolta l'istanza di parità di informazione tra i mercati che trova traduzione nella richiesta alle società con titoli trattati anche in mercati esteri di divulgare in Italia le stesse informazioni fornite agli investitori o ai mercati stranieri. Infine, a conclusione della prima parte, si rimarca come un sistema informativo efficiente necessiti di diversi e più agili modelli di relazione tra gli investitori e le società emittenti. A tal fine si reputa necessario che si svolgano incontri periodici tra il management delle società quotate e la comunità finanziaria; tali incontri devono avvenire almeno una volta l'anno, preferibilmente in occasione dell'approvazione della relazione semestrale, al fine di illustrare i dati patrimoniali, economici e finanziari, nonché le principali linee strategiche delle singole società e del gruppo di appartenenza. La convocazione delle riunioni con la comunità finanziaria deve essere effettuata, inoltre, anche in concomitanza con l'annuncio di operazioni straordinarie.

Nella seconda parte dello statuto l'attenzione è polarizzata sul tema del rispetto del mercato e della tutela delle minoranze attraverso l'indicazione di tre principi che intervengono a disciplinare i momenti dell'attività sociale dove maggiormente si avverte il pericolo di abusi e l'esigenza di protezione delle minoranze azionarie: il trasferimento del controllo, le relazioni infragruppo, l'emissione di azioni di risparmio e privilegiate.

Occorre, pertanto, impedire che il mutamento del controllo delle società emittenti si realizzi sottraendone i vantaggi economici agli investitori attraverso prassi elusive della regolamentazione in tema di offerta pubblica di acquisto che sortiscono l'effetto di discriminare gli azionisti minoritari in relazione al premio di maggioranza. Secondariamente, l'emersione nelle relazioni infragruppo di un profilo di potenziale conflittualità tra controllante e controllata impone la verifica costante della sussistenza di una giustificazione in termini economici dell'operazione, tale da assicurare che l'interesse delle società controllate non sia asservito al perseguimento di politiche gestionali di gruppo.

È poi necessario diversificare il trattamento degli azionisti di risparmio e privilegiati rispetto agli azionisti ordinari, al fine di contemperare la rinuncia al diritto di gestire la società con la garanzia di una adeguata e compensativa remunerazione dell'investimento.

Premessa

Il miglioramento dell'efficienza complessiva del sistema finanziario richiede interventi su piani diversi: quello normativo, quello organizzativo, quello tecnologico.

Nel nostro Paese, il processo di modernizzazione realizzato negli ultimi cinque anni ha condotto a risultati significativi ma non sufficienti a far compiere al nostro sistema finanziario un effettivo salto di qualità, necessario per raggiungere un grado di efficienza complessiva che possa considerarsi adeguato a livello internazionale.

Nel constatare la difficoltà a recuperare il distacco, occorre riconoscere che tali interventi sono stati spinti più dall'affanno di colmare lacune ormai inaccettabili che da una effettiva evoluzione di tipo culturale. Il fatto di non essere frutto di una diffusa consapevolezza dei temi da affrontare li ha resi meno incisivi ed in definitiva meno efficaci.

Un esempio di mancata evoluzione culturale è nei rapporti fra investitori in capitale di rischio ed emittenti.

Tale rapporto, nel nostro Paese, è sempre stato insoddisfacente e continua ad esserlo: negli investitori tende ad affiorare un atteggiamento di diffidenza, derivante da una sensazione di scarsa considerazione; nelle società emittenti è percepibile una difficoltà di fondo a comprendere pienamente i doveri e le responsabilità (ma spesso anche i vantaggi) connessi alla diffusione delle azioni presso il pubblico e, soprattutto, alla quotazione su un mercato. Il rapporto diviene, poi, ancor più critico in presenza di un azionista di controllo o di riferimento e all'interno di una struttura di gruppo.

È evidente che le lacune e le incertezze della attuale normativa hanno la loro importanza, ma è altrettanto vero che ciò che manca è, soprattutto, un *patto di base* che guidi i rapporti fra le parti. Al di là dell'ausilio di norme e regolamenti, sempre relativo a fronte della varietà e della mutevolezza delle situazioni, manca una chiara definizione delle attese degli azionisti e degli emittenti sulla base di una corretta comprensione delle reciproche posizioni.

Lo statuto predisposto da Assogestioni si propone, anzitutto, di costruire una consapevolezza dei delicati temi connessi alle relazioni fra emittente ed azionista e, in particolare, ai rapporti fra azionista di controllo o di riferimento e azionista di minoranza.

Partendo dalla considerazione che l'interesse dell'investitore è, evidentemente, quello di veder aumentare il valore del proprio investimento e che tale interesse non può non essere compreso e fondamentalmente condiviso dall'emittente e dall'azionista di controllo, sono stati individuati alcuni principi e alcune regole di comportamento destinate a favorire il raggiungimento di questo obiettivo. In quanto linee guida proposte ad emittenti ed azionisti di controllo, i principi e le regole individuate vanno interpretati come parametri di riferimento nella valutazione della capacità di condurre correttamente il rapporto con gli azionisti di minoranza e con il mercato in generale.

Nello statuto l'accento è posto più sulla *moral suasion* e sull'autoregolamentazione che su interventi a livello normativo. Il motivo di questa scelta risiede nelle considerazioni precedenti: da un lato ciò che si vuole ottenere è anzitutto un cambiamento di tipo culturale, quindi spontaneo e non impositivo, dall'altro si è riconosciuto che la materia è di tale complessità e mutevolezza da non consentire l'individuazione di schemi sicuri e duraturi, a pena di introdurre elementi di rigidità nei meccanismi di mercato.

Va aggiunto che la scelta stessa dell'autoregolamentazione è di per sé un cambiamento culturale per un Paese ancora troppo abituato ad *appoggiarsi* alle norme, talvolta a *nascondersi* dietro di esse, magari per evitare le leggi del libero mercato.

I principi e le regole di comportamento individuati discendono dalle considerazioni degli investitori che Assogestioni rappresenta, espressione, quindi, di *una sola delle parti*.

Alla formulazione iniziale è tuttavia seguito un indispensabile confronto con gli emittenti, in un dibattito che ha fornito riscontri e spunti che hanno dato ulteriore forza al lavoro. Lo statuto è diviso in due parti.

La prima parte, che raccoglie i principi relativi all'informativa di mercato, riguarda i presupposti di un valido rapporto fra emittente/azionista di controllo e azionista di minoranza: la trasparenza e la adeguatezza di contenuti nella informativa da dare al mercato ai fini di una corretta valutazione dell'investimento.

La seconda parte contiene invece i principi riguardanti il rispetto del mercato e la tutela delle minoranze e si propone di fissare, per le operazioni che hanno un impatto sugli interessi degli azionisti, delle linee guida in termini di accettabilità.

Parte prima - L'informativa di mercato

1. Il tema della adeguatezza e completezza dell'informativa al mercato tocca non solo il piano, meramente privatistico, della tutela dell'investitore, ma anche quello pubblicistico della tutela del mercato.

Sul piano *privatistico*, in particolare, la diversità di interessi ed aspettative fra azionista di controllo e azionista di minoranza, che nella realtà italiana degenera in contrapposizione, legittima la richiesta di flussi informativi costanti come contraltare ad una situazione di emarginazione delle minoranze dalla dialettica societaria.

Sul piano *pubblicistico*, la richiesta di trasparenza risponde alla finalità più ampia di garantire la funzionalità dello stesso sistema finanziario; solo un mercato trasparente può, infatti, assicurare quell'efficiente allocazione delle risorse finanziarie necessaria per lo sviluppo ordinato e coerente dei processi economici. Solo attraverso il potenziamento dei meccanismi di *disclosure* è possibile orientare il risparmio verso le iniziative imprenditoriali più meritorie preservando le dinamiche concorrenziali.

L'interazione fra il profilo privatistico di tutela dell'investimento azionario e quello pubblicistico, che attiene al corretto funzionamento del mercato e che accomuna l'interesse degli investitori a quello delle società emittenti, giustifica sul piano dei principi generali la richiesta di un potenziamento della informativa societaria.

Alle suindicate ragioni di opportunità giuridica si affiancano motivazioni di mera convenienza per le imprese emittenti, le quali solo attraverso una informativa adeguata possono ragionevolmente aspettarsi di poter mantenere un rapporto stabile e duraturo con gli investitori.

L'opera di rafforzamento dei meccanismi di disclosure deve indirizzarsi sia sul versante della informativa ordinaria, sia su quello della informativa straordinaria.

Quanto al primo profilo, è opportuno che il flusso di informazioni venga garantito non solo in occasione della divulgazione dei dati economico-patrimoniali del semestre o di fine esercizio, ma ogniqualvolta si verifichi un evento potenzialmente produttivo di una sostanziale e significativa modificazione nelle condizioni di investimento. In prospettiva sarebbe auspicabile, in linea con quanto avviene nei mercati più evoluti, rafforzare il sistema informativo ordinario attraverso la diffusione di dati trimestrali che assicurino all'investitore una conoscenza più continuativa sull'andamento corrente dell'emittente.

Quanto al secondo profilo, va notato come la deficienza dei meccanismi informativi si manifesti con preoccupante evidenza nel caso delle operazioni straordinarie, caratterizzandosi per l'assenza di riferimenti alle motivazioni e alle finalità che conducono alle relative deliberazioni degli organi societari. Talvolta persino gli aspetti meramente esecutivi delle operazioni sono descritti in maniera inadeguata.

In termini generali va ricordato che la disciplina del mercato mobiliare, sospinta dal dettato comunitario, evolve velocemente verso il riconoscimento di un principio di completezza dell'informazione che impone una disclosure su tutti gli elementi necessari al compimento di scelte di investimento consapevoli.

Le potenzialità per uno sviluppo nel senso sopraindicato emergono sia dall'analisi della direttiva 79/279, che ha prescritto per le società quotate gli obblighi minimi ai quali è subordinata la permanenza sul listino ufficiale, sia dalle modalità con le quali essa è stata poi trasposta nel nostro ordinamento dalla Consob (cfr. art. 5 dello schema C della direttiva 79/279 ed art. 5 e 6 del. Consob 14 novembre 1991 n. 5553).

Nel medesimo solco si inserisce la comunicazione Consob n. 93002635 che, nello specificare la portata degli obblighi di informazione preventiva all'autorità di controllo in ordine alle proposte in tema di modificazione dell'atto costitutivo, ha rimarcato la necessità di corredare la comunicazione della proposta con l'indicazione delle motivazioni sottese all'operazione straordinaria. Si tenga presente, inoltre, che la delibera Consob 26 agosto 1992, n. 6430, in materia di prospetti informativi, ha recepito l'istanza di *disclosure* sugli obiettivi di politica gestionale dell'art. 18 della legge 216/1974, imponendo di indicare tra le informazioni relative all'operazione anche "*l'ammontare netto per l'emittente del ricavato dell'emissione e la destinazione prevista*" (schema 2 allegato al regolamento, titolo XI, punto 18).

2. In un approccio assolutamente non esaustivo sono stati individuati alcuni principi ai quali le società quotate devono adeguarsi al fine di soddisfare sia l'interesse del mercato ad una completa e puntuale informazione, sia l'interesse degli stessi emittenti ad instaurare un rapporto chiaro e corretto con la comunità degli investitori, idoneo a garantire loro i necessari flussi di capitale di rischio.

Due importanti criteri hanno guidato, tra gli altri, la redazione dei principi: quello della *standardizzazione* dell'informazione e quello della *generalizzazione* dei destinatari.

Relativamente al primo aspetto è importante sottolineare come la peculiarità del *bene informazione* (di cui viene comunemente sottolineata la natura di *public good*) non consenta di lasciare all'iniziativa dei singoli il compito di fissare la *quantità* di informazione che verrà prodotta e resa disponibile.

Nell'interesse delle società stesse è opportuno che venga creata una base comune di partenza che fissi un livello minimo al cui rispetto siano tutti egualmente tenuti.

L'esistenza di *standard* minimi evita la casualità e l'arbitrio nella fornitura di informazioni al mercato; casualità e arbitrio che potrebbero anche condurre in particolari circostanze a forme di sleale competizione nell'accaparramento del favore dei risparmiatori, con grave danno collettivo nell'ipotesi in cui ciò abbia come conseguenza la definitiva disaffezione di risparmiatori delusi.

La concorrenza deve invece svolgersi nell'ambito di una corretta valutazione che consenta a tutti gli investitori di apprezzare le specifiche caratteristiche dei titoli offerti da ciascuna società e la loro corrispondenza alle proprie preferenze. Di qui la necessità di rispettare il secondo criterio di cui si è detto, e cioè la *generalizzazione* dei destinatari.

Si chiede, infatti, che l'informazione venga fornita indiscriminatamente a tutti i potenziali interessati, in modo da offrire ad ogni investitore la possibilità di compiere le sue personali valutazioni.

L'indicazione delle fattispecie comportamentali consigliate è tratta dall'analisi di recenti casi pratici, con riferimento ai quali si è avvertita con maggiore urgenza la necessità di porre rimedio all'insufficienza del sistema informativo.

Principio n. 1 - Informativa ordinaria

1.1 Nel sistema di relazioni tra imprese e mercato occorre innanzitutto privilegiare la conoscenza dell'andamento corrente delle società emittenti attraverso l'instaurazione di un flusso di informativa ordinaria continuo e completo di ogni elemento atto ad influire sulle scelte d'investimento.

Al fine di consentire una migliore comprensione dei fattori determinanti il valore dell'azienda, è necessario predisporre nella relazione di bilancio un'analisi stratificata dei ricavi, del risultato operativo e degli investimenti per singolo settore di attività o divisione all'interno della società stessa. Inoltre, l'informativa annuale deve essere sempre corredata da riferimenti al dato consolidato del gruppo.

Il comunicato stampa con il quale le società emittenti informano il pubblico della deliberazione consiliare che approva il bilancio da sottoporre all'assemblea deve contenere i dati essenziali sull'andamento economico, patrimoniale e finanziario delle società stesse. In particolare, dovrà essere dettagliata, tra l'altro, la descrizione delle componenti straordinarie, laddove significative. Occorre, inoltre, indicare in calce al relativo comunicato i seguenti dati riassuntivi:

- per le società che svolgono attività industriale: fatturato; margine operativo lordo; risultato operativo; oneri finanziari; oneri/proventi straordinari; *minorities*; utile netto; posizione finanziaria netta; investimenti; ROE.
- per le banche: margine gestione denaro; risultato di intermediazione; commissioni nette; margine di intermediazione; risultato lordo di gestione; svalutazione crediti/partecipazioni; esplicitazione degli accantonamenti al fondo rischi su crediti e al fondo rischi diversi; risultato pre-tasse/*minorities*; *minorities*; utile netto; depositi di clienti; impieghi a clienti; incagli e sofferenze; duration del portafoglio titoli; ROE.
- per le assicurazioni: premi lordi emessi; premi conservati; premi di competenza; *loss ratio*; costi di acquisizione/incasso; spese generali; proventi ordinari da investimenti; proventi straordinari; risultato pre-tasse/*minorities*; *minorities*; utile netto; ROE.

I dati essenziali del bilancio devono essere espressi anche in termini *per azione*, facendo riferimento sia al numero delle azioni correntemente in circolazione, sia al potenziale numero di azioni che deriverà da future conversioni di obbligazioni ed esercizio di warrant in circolazione; in alternativa il calcolo di valori per azione può effettuarsi attraverso il riferimento esclusivo al numero medio di azioni effettivamente in circolazione durante l'esercizio. L'informativa suindicata deve essere fornita anche in occasione del comunicato stampa relativo alla relazione semestrale.

1.2 Inoltre, allo scopo di garantire al mercato un'informativa aggiornata e puntuale, si auspica che in un futuro prossimo possa consolidarsi anche nel nostro mercato la prassi

della divulgazione di alcuni dati trimestrali riflettenti la situazione economica, patrimoniale e finanziaria delle società emittenti. Nello specifico la comunicazione relativa ai dati del trimestre dovrebbe contenere le seguenti indicazioni:

- per le società che svolgono attività industriale: il fatturato, il risultato operativo, la posizione finanziaria netta.
- per le banche e per le assicurazioni: ogni dato indicativo dell'andamento industriale in termini di volumi e di margini.

Illustrazione

La richiesta di una maggiore completezza del comunicato relativo alla deliberazione consiliare di approvazione della bozza di bilancio trova adeguate risposte già nella delibera Consob n. 5553 del 1991 che, all'art. 21, prescrive alle società emittenti di corredare tale comunicato con l'indicazione dei "dati essenziali dell'andamento economico e patrimoniale di periodo". Inoltre, la stessa Consob, con comunicazione DAC/RM/96000865 del 31 gennaio 1996, raccomanda alle società quotate l'allegazione al comunicato stampa dei prospetti di conto economico e stato patrimoniale, eventualmente in forma riclassificata.

*L'istanza volta ad un rafforzamento dell'informativa ordinaria attraverso la diffusione al pubblico di dati trimestrali risponde all'esigenza di allineare il nostro sistema informativo a quello dei mercati più evoluti garantendo all'investitore un costante aggiornamento sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria delle società emittenti. L'interesse del mercato ad un'informativa ampia che non si arresti alla dimensione atomistica della singola società ma che investa, anche, l'intera articolazione del gruppo risulta soddisfatto da una parte dall'art. 25 del d.lgs. n. 127/1991 che **istituzionalizza** l'obbligo di redazione del bilancio consolidato, dall'altra dagli art. 8 e 20 della delibera Consob n. 5553 del 1991 che impongono alle società emittenti di divulgare al pubblico i dati relativi all'area di consolidamento.*

Principio n. 2 - Informativa straordinaria

Il modello di relazioni tra il mercato e le imprese deve conformarsi al principio di completezza ed esaustività dell'informativa. Ciò impone di comunicare alla comunità finanziaria ogni aspetto dell'attività sociale che possa avere un'influenza diretta sui diritti dei soci e sul valore delle azioni.

In particolare, l'informazione relativa al compimento di un'operazione straordinaria deve necessariamente estendersi al profilo delle modalità di attuazione della stessa, la cui conoscenza è indispensabile ai fini di una razionale e ponderata analisi in ordine all'opportunità dell'investimento.

Illustrazione

*L'informativa è completa quando al mercato è assicurata la conoscenza continua ed aggiornata di ogni elemento che possa avere diretta influenza sui diritti dei soci e sul valore delle azioni. Al soddisfacimento di tale esigenza è preordinata la delibera Consob n. 5553 del 1991 che ha recepito, in ottemperanza alla direttiva 79/279 CEE, l'obbligo di comunicazione degli **eventi rilevanti**. Un'analisi interpretativa della nozione di fatto rilevante aderente alle finalità di tutela*

degli investitori sottese alla disciplina Consob induce a ravvisare l'esistenza di un obbligo di **disclosure** relativamente ai seguenti eventi societari:

- ogni accadimento capace di influire sull'andamento dell'impresa in maniera tale da determinare una divaricazione sensibile tra le aspettative degli investitori e il risultato gestionale;
- ogni fatto che possa incidere in modo rilevante sulla struttura patrimoniale della società e in particolare: gli impegni assunti dalla società e dalle controllate; l'instaurazione di giudizi in cui la società emittente sia attrice o convenuta e che, qualora venissero accolte le domande formulate, potrebbero comportare pagamenti significativi; l'emanazione di provvedimenti dell'autorità tributaria che posseggano elementi di specificità e di determinatezza e possano comportare pagamenti rilevanti; in generale tutti i procedimenti dotati del carattere dell'irreversibilità che possano condurre all'emanazione di provvedimenti di carattere risarcitorio o sanzionatorio a carico delle società quotate.

Inoltre, l'informazione relativa a un evento rilevante deve essere corredata da ogni circostanza inerente al fatto stesso che rivesta interesse per il risparmiatore. In particolare, la mancata comunicazione delle modalità di esecuzione dell'operazione integra una violazione palese del principio di esaustività dell'informazione.

L'obbligo di informativa sugli eventi rilevanti, ai sensi degli art. 5 e 6 della delibera Consob n. 5553 del 1991 costituisce di per sé un riconoscimento del diritto ad un'informazione esaustiva, completa di ogni elemento capace di condizionare la scelta d'investimento. L'annuncio di un'operazione straordinaria deve pertanto essere necessariamente corredato dalla comunicazione di ogni elemento idoneo ad influenzare il valore delle azioni.

L'integrazione necessaria dell'informativa sull'**evento rilevante** deve riguardare sia le finalità strategiche del management sottese all'operazione sia la modalità concreta di attuazione della stessa la cui conoscenza è di assoluta rilevanza per il mercato.

D'altronde la stessa comunicazione Consob n. 93002635, nell'esplicitare l'obbligo informativo di cui all'art. 1/4 n. 2 della legge 216/74, ha adottato una nozione lata di informazione comprensiva di ogni elemento necessario a soddisfare l'interesse del mercato ad una conoscenza effettiva delle motivazioni e modalità di un'operazione societaria rilevante.

Principio n. 3 - Aumenti di capitale

In caso di aumento di capitale, la comunicazione al pubblico deve essere finalizzata a rendere noto l'impiego previsto a livello di macro-obiettivi delle risorse finanziarie raccolte. In particolare, l'indicazione della finalità strategica dell'operazione deve essere spiegata, se possibile, con riguardo ad uno dei seguenti macro-obiettivi:

- a) crescita interna (investimenti in macchinari e/o impianti; potenziamento della rete commerciale; incremento dell'attività di ricerca e sviluppo; etc.);
- b) crescita esterna (acquisizioni di altre società e/o di rami di attività);
- c) ribilanciamento della posizione finanziaria (ristrutturazione del debito; riequilibrio tra mezzi propri e mezzi di terzi);
- d) appianamento di perdite pregresse.

Il relativo prospetto contenente le suindicate informazioni deve essere messo a disposizione del pubblico con congruo anticipo al fine di consentire agli investitori un'attenta ponderazione dei dati forniti e una conseguente razionale scelta nel merito.

Illustrazione

L'obbligo di rendere noto al pubblico l'impiego previsto delle risorse raccolte rappresenta un corollario del principio di **disclosure** sugli "eventi rilevanti" di cui agli art. 5 e 6 della delibera Consob n. 5553 del 1991. L'annuncio di un'operazione straordinaria privo delle motivazioni che la rendono effettivamente **price sensitive** rappresenta, infatti, un'ingiustificata limitazione della finalità conoscitiva sottesa all'obbligo di informativa. La comunicazione delle finalità strategiche del management dovrebbe avvenire, in quanto **price sensitive**, al momento della formulazione della proposta di operazione rilevante all'organo deliberativo (art. 6 della delibera Consob n. 5553) o, al più tardi, a deliberazione avvenuta (art. 5 della delibera Consob n. 5553).

Ad ogni modo, il prospetto informativo dovrebbe quanto meno evidenziare l'impiego previsto delle risorse raccolte (art. 18 legge 216/74 e delibera Consob n. 6430 del 1992, schema 2, titolo XI, punto 18).

Principio n. 4 - Altre operazioni straordinarie

Le società quotate devono provvedere ad informare gli investitori in ordine ai principali dati economici, patrimoniali e finanziari nell'imminenza di un'operazione straordinaria indicando le motivazioni e le finalità che hanno condotto alla relativa deliberazione. Ciò in particolare con riguardo alle seguenti operazioni straordinarie:

- a) trasferimenti di partecipazioni infragruppo;
- b) cessione di partecipazioni;
- c) acquisto di partecipazioni;
- d) fusioni, scissioni e scorpori;
- e) concambi (trasformazione di azioni da una categoria ad un'altra) e conferimenti;
- f) private placements, OPV, OPSc e OPA;
- g) acquisto di azioni proprie (ampiezza dei contenuti delle deleghe al consiglio di amministrazione).

In ottemperanza all'art. 6 della delibera Consob n. 5553/91 la diffusione di tali informazioni deve avvenire contestualmente al comunicato stampa relativo alla proposta che l'organo competente a proporre ha formulato all'organo competente a deliberare l'effettuazione dell'operazione o il compimento dell'atto.

Illustrazione

Si tratta di un'ulteriore specificazione del principio di completezza dell'informazione che impone alle società emittenti di divulgare al mercato ogni aspetto dell'operazione straordinaria che possa avere diretta incidenza sulla valutazione dell'investitore circa l'opportunità o meno dell'investimento.

In particolare per ciò che attiene alle operazioni sub a), b) e c), la società deve anche illustrare la metodologia seguita nella determinazione del prezzo di trasferimento/cessione/acquisto. In relazione agli acquisti e alle alienazioni di partecipazioni occorre

specificare se in virtù di tali operazioni si determinano mutamenti sostanziali degli obiettivi della società. Inoltre per le operazioni elencate sub d) si rende necessario chiarire gli impatti di natura fiscale sul bilancio. Infine, relativamente alle operazioni indicate sub e), è opportuno che la società renda noti i criteri adottati nella determinazione di un dato rapporto di concambio, ovvero quelli sulla base dei quali si è decisa la natura e l'entità dei conferimenti.

Per tutte le operazioni indicate si reputa poi necessario indicarne l'impatto sul conto economico. Al mercato deve, inoltre, essere assicurata la conoscenza sullo stato di avanzamento delle operazioni annunciate.

Tali informazioni, quando non direttamente richieste dall'art. 17 comma 4 della delibera Consob n. 5553/91, rientrano comunque tra "gli elementi essenziali del fatto" che, a norma del comma terzo del medesimo articolo, occorre necessariamente menzionare nel comunicato relativo all'evento rilevante al fine di "consentire una valutazione degli effetti che il suo verificarsi può produrre sul prezzo dei valori quotati dell'emittente".

Principio n. 5 - Equivalenza nei mercati di quotazione

Al fine di porre sullo stesso piano gli investitori e i mercati, le società con titoli trattati anche in mercati esteri devono diffondere anche in Italia le informazioni fornite agli investitori o ai mercati esteri.

Illustrazione

Si tratta di un principio che dovrebbe trovare naturale applicazione; esso, però, viene sovente disatteso dalle società quotate in Italia che sono anche quotate in altri mercati. Attraverso questa regola minima, che le società potrebbero rispettare senza alcun costo aggiuntivo, si porrebbero a disposizione degli investitori una serie di informazioni utili per una corretta scelta degli investimenti da effettuare.

Inoltre, in considerazione del fatto che sono quotati all'estero quasi esclusivamente i grandi gruppi, queste notizie verrebbero portate con immediatezza a diretta conoscenza del mercato italiano, con indubbio vantaggio sulla rapidità di decisione e di reazione alla notizia.

Principio n. 6 - Incontri con la comunità finanziaria

Al fine di instaurare un flusso informativo continuo, è necessario che si svolgano incontri periodici tra il management delle società quotate e la comunità finanziaria.

Siffatti incontri devono avvenire almeno una volta l'anno, preferibilmente in occasione dell'approvazione della relazione semestrale, al fine di illustrare i dati patrimoniali, economici e finanziari, nonché le principali linee strategiche delle singole società e del gruppo di appartenenza.

La convocazione della riunione deve essere effettuata, inoltre, anche in concomitanza con l'annuncio di operazioni straordinarie affinché siano resi noti, in tale sede, obiettivi e tempi dell'operazione, nonché, in caso di aumento di capitale, l'entità e la destinazione dei fondi da raccogliere. Gli incontri devono assumere il connotato della *generalità*; la partecipazione deve essere a tal fine aperta a tutti gli operatori finanziari interessati.

Illustrazione

L'efficienza del mercato necessita di diversi e più agili modelli di relazione tra gli investitori e le società quotate. In tale ottica gli incontri con la comunità finanziaria rappresentano senz'altro il canale ideale di incontro e confronto dialettico tra le imprese e il mercato. La non imputabilità ai rappresentanti delle società quotate che partecipano alle riunioni di violazioni della normativa in tema di insider trading deriva da una molteplicità di considerazioni:

- a) *innanzitutto non è revocabile in dubbio che una comunicazione effettuata alla generalità degli investitori istituzionali perda quel carattere di riservatezza necessario ad integrare il reato di insider trading;*
- b) *in secondo luogo, anche qualora si assuma che le comunicazioni rese durante gli incontri con la comunità finanziaria siano da considerare riservate, la previsione di adeguati meccanismi di pubblicità delle informazioni rilevanti in ottemperanza all'art. 17 del regolamento Consob n. 5553 del 1991 varrebbe comunque ad escludere l'applicazione della normativa in tema di insider trading;*
- c) *inoltre, occorre rilevare come gli incontri con la comunità finanziaria rispondano a finalità altamente apprezzabili di trasparenza per gli investitori e di maggiore visibilità per le imprese che dalle riunioni in questione traggono l'opportunità di instaurare un rapporto di fiducia con il mercato. Ciò vale ad escludere che la comunicazione di informazioni riservate sia resa "senza giustificato motivo" integrando il reato di insider trading.*

Parte seconda - Rispetto del mercato e tutela delle minoranze

1. La realtà italiana è caratterizzata dall'assenza di un vero pluralismo economico e dalla scarsa mobilità degli assetti proprietari esistenti.

In termini generali tali fenomeni sono contrari ad una efficiente allocazione del controllo e non consentono al mercato di svolgere una funzione di tipo disciplinare sull'efficienza delle imprese.

In questo contesto una tutela delle minoranze eccessivamente debole tende a lungo andare ad avere un impatto negativo sulla capacità concorrenziale delle aziende oltre ad impedire una loro corretta valutazione da parte del mercato.

La scelta di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza attraverso la via dell'autoregolamentazione presenta il vantaggio, rispetto all'intervento legislativo, di consentire l'individuazione delle regole di comportamento con margini di elasticità tali da permettere continui adattamenti alle esigenze mutevoli della prassi.

I canoni comportamentali individuati sono volti da un lato a consentire una corretta dialettica fra azionista di maggioranza o di controllo ed azionisti di minoranza e dall'altro a consentire forme di compensazione economica nei casi di squilibrio non sanabile nei relativi diritti.

La prevenzione delle condotte abusive od opportunistiche del socio di controllo presuppone il recupero di un modello contrattuale di società per azioni conformato al principio di correttezza e buona fede tra i contraenti e capace di dare attuazione sostanziale al-

l'obbligo di parità di trattamento degli azionisti sancito in sede comunitaria all'art. 42 della direttiva n. 77/91/CEE.

L'intervento regolamentare dei comportamenti imprenditoriali deve attraversare i momenti dell'attività sociale dove si avverte maggiormente il pericolo di abuso e l'esigenza di protezione delle minoranze: gli aumenti di capitale, il trasferimento del controllo, le relazioni infragruppo.

2. Lo statuto muove dall'assunto che il riequilibrio nel rapporto tra maggioranza e minoranza debba realizzarsi attraverso una valorizzazione del ruolo del *mercato* quale arbitro delle vicende economiche.

La necessità di rendere il mercato un interlocutore necessario al cui vaglio sottoporre i comportamenti imprenditoriali richiede, innanzitutto, che ad esso sia riconosciuta una valenza prioritaria in fase di mutamento degli assetti proprietari.

A tal fine occorre impedire che il trasferimento del controllo si realizzi sottraendo agli investitori il relativo vantaggio economico attraverso prassi elusive della regolamentazione in tema di offerta pubblica di acquisto che non solo sortiscono l'effetto di discriminare gli azionisti minoritari in relazione al premio di maggioranza, ma soprattutto relegano il mercato ad un ruolo assolutamente marginale, incompatibile con l'istanza di valorizzazione del sistema finanziario.

Secondariamente lo statuto, spostando l'accento dal profilo della regolamentazione del mercato alla disciplina più propriamente societaria, volge l'attenzione alla struttura di gruppo, laddove la contrapposizione tra chi detiene il controllo e le minoranze si acutizza ed amplifica.

Nelle relazioni infragruppo l'emersione di un profilo di potenziale conflittualità tra controllante e controllata richiede la verifica costante della sussistenza di una giustificazione in termini economici dell'operazione tale da assicurare che l'interesse delle società controllate non sia asservito al perseguimento di politiche gestionali di gruppo e che, conseguentemente, gli azionisti di minoranza delle controllate non subiscano ingiustificati sacrifici patrimoniali.

Qui il crinale tra le condotte lecite e i comportamenti abusivi è individuato, in ottemperanza alla disciplina generale in tema di conflitto di interessi (art. 2373 c.c.), nel danno al patrimonio o alla capacità reddituale della società controllata la cui evidenza inficia la realizzazione stessa dell'operazione infragruppo.

Infine, quale corollario del principio di parità di trattamento tra gli azionisti, lo statuto auspica che l'azione imprenditoriale si espliciti nel rispetto delle *disparità* contrattuali tra gli azionisti. Ciò significa che l'eventuale presenza di possessori di categorie di azioni differenti da quelle ordinarie obbliga a diversificarne il trattamento considerando la necessità di contemperare l'affievolimento delle prerogative societarie con la garanzia di una adeguata compensazione economica dell'investimento.

Ne discende, in particolare, l'impossibilità di deliberare aumenti di capitale che disattendano le esigenze degli azionisti di risparmio negando loro un riconoscimento monetario adeguato in termini di minor sovrapprezzo o maggiori dividendi rispetto agli azionisti ordinari.

Sulla base di tali considerazioni si indicano, qui in appresso, linee di condotta coerenti con un principio di *accettabilità* per il mercato e rispettose degli interessi dei risparmiatori nella convinzione che ciò risponda ad un'esigenza comune di maggiore funzionalità e concorrenzialità del sistema finanziario.

Principio n. 7 - Trasferimenti di controllo

In caso di trasferimento del controllo delle società con titoli trattati sui mercati regolamentati è necessario assicurare l'osservanza del principio di parità di trattamento degli azionisti.

A tal fine occorre evitare che il trasferimento degli assetti proprietari si realizzi attraverso pratiche elusive dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto.

In particolare, appare opportuno che, nell'ipotesi di alienazione del controllo mediante accordo concluso al di fuori del mercato, l'azionista di maggioranza si astenga dal partecipare all'offerta successiva con le azioni residue.

Illustrazione

Un'interpretazione aderente ai fini della pur lacunosa legge 149 del 1992 consente di arginare le fattispecie elusive dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto liberandosi dalla logica dell'alternatività tra opa preventiva e opa successiva e recuperando la natura sanzionatoria di quest'ultima. Ad ogni modo, al fine di superare le attuali difficoltà interpretative e in attesa di un intervento legislativo in materia, si rende opportuno adeguare le condotte imprenditoriali al principio di parità di trattamento degli azionisti la cui osservanza richiede il necessario coinvolgimento del mercato nelle vicende successive degli assetti di controllo. A tal fine è opportuno che, qualora in corso di opa si effettuino operazioni sul capitale, queste non alterino il beneficio economico per gli azionisti.

Principio n. 8 - Operazioni infragruppo

Nelle relazioni infragruppo l'attuazione di politiche gestionali unitarie deve realizzarsi nel rispetto degli interessi economico-patrimoniali e/o reddituali delle società controllate. A tal fine è opportuno condizionare il compimento di operazioni tra le società del gruppo all'evenienza che da esso non discenda un sacrificio patrimoniale per le controllate. In ogni caso, la società emittente titoli trattati in mercati regolamentati dovrà comunque fornire al mercato dettagliate informazioni sull'operazione infragruppo che intende effettuare.

Illustrazione

La gestione unitaria delle società del gruppo non può risolversi in una prevaricazione degli interessi patrimoniali e/o reddituali delle controllate.

Soccorre a tal fine la disciplina generale in tema di conflitto di interessi (art. 2373 e art. 2391 c.c.) che inibisce la realizzazione di operazioni in conflitto qualora risultino dannose per la società.

L'unica differenza rispetto al regime generale della disciplina in tema di conflitto di interessi consiste nella possibilità di valutare, ai fini dell'accertamento della sussistenza del danno, l'intero mosaico delle relazioni infragruppo allo scopo di verificare se il pregiudizio economico sofferto dalla società controllata trovi comunque adeguata compensazione in altre utilità derivanti dall'appartenenza al gruppo.

La valutazione del danno deve essere comunque estesa al profilo dell'eventuale mancato lucro derivato alla società controllata in conseguenza dello storno di opportunità a

favore della capogruppo. In ogni caso, al fine di consentire agli investitori di effettuare scelte di investimento o disinvestimento consapevoli, si rende necessario divulgare al mercato, in concomitanza con la deliberazione di operazioni infragruppo (non solo trasferimento di partecipazioni, ma anche, ad esempio, cessioni di crediti, accollo di debiti ovvero trasferimenti di beni e attività in genere) ogni aspetto rilevante delle operazioni stesse.

Principio n. 9 - Azioni di risparmio o privilegiate

Ove siano state emesse azioni di risparmio o privilegiate, le società emittenti devono attenersi al rispetto delle peculiarità legislative e contrattuali di tali categorie di azioni, le quali impongono di contemperare l'affievolimento delle prerogative societarie con un'adeguata compensazione che offra garanzia della remunerazione economica dell'investimento.

Illustrazione

L'osservanza del principio di parità di trattamento presuppone necessariamente l'obbligo di rispettare le asimmetrie contrattuali esistenti tra i possessori di azioni di risparmio o privilegiate e gli azionisti ordinari.

A titolo esemplificativo occorrerebbe:

- *ancorare la distribuzione dei dividendi relativi alle azioni di risparmio o privilegiate non già al mero valore nominale delle stesse, bensì a quello maggiorato della quota parte del fondo sovrapprezzo azioni derivante dall'emissione delle azioni, così come risultante nell'ultimo bilancio regolarmente approvato.*
- *assegnare, in caso di operazioni sul capitale, azioni ordinarie anche agli azionisti di risparmio o privilegiati oppure, qualora vengano offerte agli azionisti ordinari azioni ordinarie e agli azionisti di risparmio o privilegiati rispettivamente azioni di risparmio o privilegiate, mantenere un rapporto fra il prezzo di emissione di queste ultime e quello offerto per le azioni ordinarie almeno pari al rapporto fra i rispettivi prezzi medi mensili registrati nei sei mesi precedenti l'offerta.*
- *estendere l'offerta, in caso di opa sulle azioni ordinarie, anche alle azioni di risparmio o privilegiate. In tal caso, il rapporto fra il prezzo offerto per le azioni di risparmio o privilegiate e quello offerto per le azioni ordinarie deve essere superiore al rapporto fra i rispettivi prezzi medi mensili registrati nei sei mesi precedenti l'offerta.*

Un primo commento

di Federico Rampini

De Gaulle diceva: «*La politique ne se fait pas à la corbeille*» e intendeva esprimere la sua sovrana indifferenza per la *corbeille* di Palais Brongniart, recinto delle grida della Borsa parigina i cui umori erano irrilevanti per il grande statista.

Erano altri tempi, e il disprezzo del Generale nasceva anche dalla sua scarsa dimestichezza con l'economia. Ma in Italia quel tipo di atteggiamento non è morto. Ancora oggi molti pensano che la salute della Borsa abbia scarsa influenza sul benessere del paese. Questo pregiudizio non affligge solo i politici, ma ha radici profonde anche nella società e nell'economia reale.

Negli ultimi anni, a furia di sentir lodare nei vertici del G-7 o nelle università americane un *miracolo italiano* fatto di distretti industriali e microimprese, si è confermata l'idea che lo sviluppo economico di questo paese prescinda dall'efficienza dei suoi mercati finanziari. In realtà, l'industrializzazione diffusa - il cosiddetto modello adriatico o della *terza Italia* - ha dato prova di validità nonostante gli handicap finanziari. Ma quegli handicap hanno un peso, eccome. Il costo lo paga tutto la collettività, attraverso i limiti e le distorsioni della nostra crescita economica. La questione dell'efficienza dei mercati, insomma, va dritta al cuore del nostro modello di sviluppo.

La Borsa italiana è una nana. Il numero di imprese quotate oggi non è molto superiore a quello del 1913. La capitalizzazione - un quinto del prodotto interno lordo - è bassa perfino se la si confronta con i due *capitalismi continentali* più simili al nostro, cioè la Germania (dove la Borsa capitalizza il 27% del Pil) e la Francia (32%).

Questa atrofia del mercato azionario deriva anzitutto da cause storico-istituzionali, dalla natura profonda del capitalismo italiano. Alcune di queste cause sono antiche: la debolezza originaria della borghesia industriale, il ruolo di supplenza che lo Stato e le banche hanno svolto fin da principio. Altre spiegazioni si trovano nella *costituzione materiale* dell'economia italiana: questa si è venuta formando nell'ultimo dopoguerra, ha consolidato i suoi caratteri statalisti dopo l'avvento del centro-sinistra, infine a partire dagli anni Settanta è stata segnata da politiche di bilancio anomale.

Tra le fondamenta di questa costituzione materiale ricordiamone alcune. La continua espansione fino agli anni Ottanta delle Partecipazioni statali. Il sistema previdenziale a *ripartizione* che ha sterilizzato potenziali flussi di capitali a lungo termine. Un debito pubblico abnorme che si è finanziato attraendo con alti interessi reali i risparmi delle famiglie. Infine una normativa fiscale per le imprese che ha reso più conveniente far debiti anziché raccogliere capitale di rischio.

Anche in tempi recenti le scelte politiche hanno continuato a sacrificare la Borsa. L'Italia ha adeguato con ritardo i suoi mercati alle rivoluzioni normative e tecnologiche internazionali. Diversi governi hanno sprecato l'opportunità delle privatizzazioni: su 29mila miliardi di dismissioni realizzate fino al 1996 da Tesoro, Iri ed Eni, più di un terzo sono avvenute per cessione diretta, quindi hanno deliberatamente tagliato fuori la Borsa. E anche quando le aziende privatizzate sono state messe sul mercato, le modalità di vendita talvolta hanno deluso i risparmiatori e sono state al di sotto degli standard di qualità internazionali.

Ma non tutte le colpe sono della politica. Gli operatori economici hanno responsabilità gravi. L'ultima relazione Consob parla di una loro «*riluttanza a utilizzare il mercato mobiliare come un sistema organizzato di regole e comportamenti*». Troppe imprese, pur di

sottrarsi ad ogni sorta di regole, se ne stanno alla larga dalla Borsa. Quando finalmente si decidono a compiere il grande passo verso la quotazione, fanno in modo che il controllo non possa essere messo in discussione. Così il 63% della capitalizzazione della Borsa è in mano a società controllate da un singolo azionista con la maggioranza assoluta; e se si tiene conto delle società il cui controllo è *blindato* con una maggioranza relativa, si arriva all'80% del listino italiano. Questo è un serio limite. Se la Borsa non è il luogo dove si scambia il controllo delle società quotate, chi vi investe non vedrà mai pienamente valorizzato il proprio capitale.

Troppe società quotate brillano per reticenze, lacune, opacità dei bilanci, silenzi e ritardi colpevoli nell'informare i mercati. Infine le numerose inchieste giudiziarie per falso in bilancio, che hanno investito alcuni dei gruppi più importanti del listino, gettano una luce inquietante sul Far-West italiano: le zone d'ombra sono assai vaste e non si concentrano solo nel *piccolo* e nel *sommerso*. Nessuno è stato risparmiato dagli scandali: amministratori, colleghi dei sindaci, revisori e certificatori. È stata messa a dura prova la credibilità dei conti di molti grandi nomi della Borsa italiana. Questi vizi sono talmente antichi da far temere che non si potranno mai curare seriamente. Ma non è così. Sostituzioni profonde, nella nostra struttura economica e in quella dei paesi a noi vicini, ci impongono di cambiare.

Lanciata nella sfida della globalizzazione, l'industria italiana negli ultimi anni ha saputo reggere l'urto della competizione e ha raccolto successi esaltanti. Ma al tempo stesso l'azienda Italia ha toccato con mano i propri limiti più acuti e allarmanti. Perfino i nostri *campioni* nazionali hanno dimensioni aziendali spesso insufficienti per cogliere tutte le opportunità di una internazionalizzazione vincente. Le piccole e medie imprese familiari, poi, rischiano ad ogni successione generazionale di sparire o di soccombere ad acquirenti stranieri. Lo stesso *miracolo* del Nord-Est e della piccola impresa è insidiato da problemi che hanno a che fare con le strutture finanziarie: quando l'unica alternativa è tra l'autofinanziamento e il credito bancario a breve, l'industria è come un atleta che corre la maratona con un polmone solo.

Non siamo i soli a soffrire. Almeno in parte, le nostre malattie sono note a tutti i *capitalismi continentali* della vecchia Europa, modellati dall'influenza tedesca. Sia pure su scala diversa e con ben altra robustezza, è la stessa Germania a sentirsi inadeguata di fronte alla globalizzazione. Il ritmo del cambiamento, la capacità d'innovazione, la leadership nelle nuove tecnologie, il controllo dei costi: su tutti questi terreni sono in vantaggio l'industria americana o le nuove tigri asiatiche. Le sconfitte spingono i tedeschi a rimettere in discussione il proprio modello, fondato sulla stabilità del controllo azionario, sul ruolo-guida della banca universale nel capitale industriale, sugli intrecci di partecipazioni incrociate, sulla cooptazione ai vertici di oligarchie finanziarie chiuse. È un sistema che è stato solidissimo ma oggi lo è assai meno, e sta cercando di salvarsi assorbendo dosi crescenti di cultura finanziaria anglosassone. Le nuove generazioni di manager europei stanno acquistando sensibilità ai temi della *corporate governance*, guardano alla Borsa come a uno sbocco inevitabile del rinnovamento aziendale, vogliono la frusta dei mercati per liberarsi da zone d'ombra e incrostazioni, cercano un rapporto vero con i mercati e con gli azionisti di minoranza, per uscire dalla vecchia cultura che ha inflitto danni ai molti colossi industriali.

Questa è la strada obbligata e l'Italia non si può tirare indietro. Il capitalismo di Stato è alla bancarotta, qualsiasi tentativo di prolungarne l'agonia serve solo ad appesantire il suo bilancio fallimentare in termini di occupazione distrutta e ricchezze bruciate. Ma

anche il capitalismo oligarchico puntellato dalle grandi banche è debole e insufficiente. Lo ammettono i tedeschi, figurarsi quanto è vero da noi, dove la qualità del management bancario è inferiore e la tradizione delle banche d'affari assai limitata.

E poi gli imprenditori italiani hanno ragione a chiedere un sistema-paese che sia più *amico dell'impresa*, meno dirigista, meno assistenziale, più sensibile alle esigenze di un'economia produttiva aperta alla competizione internazionale. Ma per fare questa rivoluzione culturale non c'è strumento migliore di quello che usò la Signora Thatcher: creare una *constituency*, una base di massa favorevole all'economia di mercato, attraverso la diffusione dell'azionariato popolare.

Che la Borsa acquisti maggior peso nel finanziamento delle aziende non è solo auspicabile, è anche inevitabile. Piaccia o no, ci sono tendenze di lungo periodo che spingono in questa direzione: il declino fisiologico delle dinastie familiari e la crisi delle *scatole cinesi*; l'importanza crescente degli investitori istituzionali stranieri; l'inevitabile riduzione dei rendimenti sui titoli pubblici; l'altrettanto ineluttabile deperimento della previdenza statalista e lo sviluppo dei fondi pensione.

Più in generale, il baricentro dell'attenzione politica e della conflittualità sociale si sposterà: ci sarà meno margine di manovra per la redistribuzione dei redditi, mentre avrà un'importanza crescente la tutela del risparmio nel lungo periodo. In una società che invecchia e fa sempre meno figli, dove la previdenza garantisce meno certezze, dove la globalizzazione mette a rischio occupazione e reddito non solo per gli operai ma per il ceto medio, dove infine la sicurezza e la solidarietà sociale saranno affidati meno allo Stato e più al privato e alle famiglie: in questa società la sicurezza dei risparmiatori avrà una rilevanza cruciale.

Dunque il rapporto con il mercato azionario diventerà la nuova priorità dell'impresa italiana nel Duemila, così come le relazioni industriali lo sono state per oltre due decenni dopo l'autunno caldo del '69.

La situazione di partenza non è esaltante, al contrario. Nella trasparenza, nella qualità dell'informazione, nel rispetto degli azionisti di minoranza, le società italiane partono con un ritardo pauroso. La grande stampa internazionale, gli analisti finanziari delle principali piazze straniere, hanno gratificato le principali operazioni finanziarie italiane degli ultimi anni con epiteti sprezzanti: da *spaghetti margers* in giù. Dalle privatizzazioni ai grandi aumenti di capitale, collocamenti, fusioni, è impressionante la lista di eventi di Borsa che hanno scandalizzato gli osservatori indipendenti, hanno disgustato gli investitori esteri, hanno traumatizzato i piccoli risparmiatori italiani. In questo campo, occorre dirlo con franchezza, siamo considerati poco credibili. La cosa fa tanto più rabbia, quando si osserva che le stesse società italiane, che qui si permettono certe distrazioni e licenze, si sottopongono a ben altri rigori quando sono quotate su Borse straniere o quando affrontano roadshows oltrefrontiera. E qui non è in ballo solo una questione di decoro, di buon nome e di immagine italiana all'estero. La questione è molto più concreta. Con la mondializzazione dei mercati, la circolazione sempre più rapida delle informazioni, il deficit di credibilità si paga caro. I capitali si spostano laddove le Borse e le società offrono più garanzie. Gli stessi investitori italiani sono influenzati, ben più che nel passato, dai giudizi internazionali.

È dalla consapevolezza dei nostri ritardi che nasce la proposta di uno **statuto per l'efficienza del mercato**. L'idea, cioè, che le società quotate in Borsa abbiano un bisogno primario di rafforzare il patto di fiducia con i risparmiatori. E questa fiducia può nascere solo da una migliore tutela giuridica ed economica dell'investitore.

Lo strumento principe per ottenere questo risultato è l'informazione. Certo, non basta da sola. Ci vogliono anche scelte e comportamenti rispettosi degli interessi di chi investe nelle aziende. Ma intanto bisogna partire dalla corretta, completa e leale informazione. Ci sono già leggi e regolamenti che lo chiedono. Occorre qualcosa di più: che le società quotate facciano proprio lo spirito della legge, ne *interiorizzino* le finalità, aderiscano ad un *codice volontario di comportamento* che dia forza morale agli obblighi verso il mercato. Lo statuto elaborato da Assogestioni, che è un documento aperto alle integrazioni, si articola in due parti: la prima è dedicata alla sfera informativa, la seconda si occupa di quei particolari momenti dell'attività sociale in cui la tutela degli azionisti è *a rischio*.

La trasparenza passa anzitutto attraverso il flusso delle informazioni ordinarie, cioè la capacità di comunicare continuamente col mercato per dargli il polso della situazione aziendale. Devono essere noti i fattori chiave che determinano il valore dell'azienda. La relazione di bilancio, appuntamento fondamentale con gli azionisti, deve contenere un'analisi stratificata dei ricavi, del risultato operativo e degli investimenti per ogni settore di attività o divisione della società. Sia nel comunicato stampa che accompagna il progetto di bilancio, sia nel comunicato della semestrale, devono essere chiari i dati sull'andamento economico e patrimoniale delle aziende. Il salto di qualità immediatamente successivo è quello di passare alla divulgazione dei dati trimestrali. È un'abitudine ormai consolidata nei paesi più evoluti; è ora che anche l'Italia vi si adegui. Non lo si ripeterà mai abbastanza: lo sviluppo di importanti investitori istituzionali, che organizzano il risparmio gestito e ne canalizzano flussi via via più consistenti, rende anacronistico e quasi offensivo negare ai mercati italiani informazioni che sono il pane quotidiano della City di Londra e di Wall Street. Questo principio viene affermato in maniera perentoria e generale nello statuto: le società quotate in Italia e all'estero offrano sistematicamente al nostro mercato le stesse informazioni che danno agli investitori stranieri. L'informazione ordinaria deve svilupparsi fino a racchiudere tutti gli eventi che possono influire in modo significativo sull'andamento dell'impresa, alterando il quadro di aspettative dei mercati o incidendo in misura rilevante sulla struttura patrimoniale della società.

Non c'è solo la questione dei contenuti, ma anche delle forme, dei tempi.

Comunicare *cosa*, ma anche *come*. Qui è importante che si affermi la pratica di incontri periodici (per esempio una volta all'anno) tra il management delle società quotate e la comunità finanziaria. Insomma, la credibilità di un'azienda non vive di soli roadshow. Guai a coccolare gli analisti finanziari solo nel momento del collocamento, per poi trascurarli in seguito: la reputazione si costruisce nel lungo termine, non con exploit brillanti ma occasionali. Esempi molto recenti ci ricordano che i mercati sanzionano senza pietà chi li ha incantati con vetrine sfarzose, il cui luccichio è durato lo spazio d'un mattino.

Nella sua seconda parte, lo statuto rivolge l'attenzione ai comportamenti fattuali. Informare scrupolosamente il mercato, lo abbiamo visto, è essenziale.

Ma non basta, se le scelte concrete del management aziendale danneggiano gli investitori. Le *zone a rischio*, quelle in cui più facilmente possono verificarsi abusi (soprattutto a danno degli azionisti di minoranza), sono il trasferimento del controllo, le relazioni infragruppo, l'emissione di azioni di risparmio o privilegiate.

Quando si trasferisce il controllo di una società, la migliore garanzia per i soci minori è nel pieno rispetto delle norme sull'opa.

L'offerta pubblica di acquisto è la via maestra per non escludere nessuno dei benefici di un'acquisizione, incluso il premio di maggioranza. Le aziende devono essere comprate

e vendute sul mercato in condizioni di massima trasparenza: è una regola d'oro del capitalismo moderno e su di essa non si insisterà mai abbastanza, in questo paese dove non si conoscono limiti alle perversioni della fantasia finanziaria escogitate per escludere l'opa. Questo è il paese dove vale la formula delle azioni che *si pesano*, il paese dei mille patti di sindacato, dei nuclei duri che più duri non si può, dove il controllo di società importanti passa di mano sotto il naso di piccoli azionisti beffati.

Attenzione, dietro questi vizi - a volte descritti in maniera caricaturale - c'è una vera e propria cultura finanziaria, che ha argomenti e ragioni.

C'è la convinzione che le aziende hanno bisogno di un'azionista di riferimento stabile e individuabile; che il management ha bisogno di essere disciplinato dal rapporto con questo azionista forte; che il timore di scalata porta i vertici aziendali a concentrarsi ossessivamente sul valore dei propri titoli in Borsa, quindi sui risultati di brevissimo termine. Ma non serve un dibattito dottrinario, pro o contro la *public company*. La questione è un'altra. Non si è ancora inventato un sistema migliore del mercato, per sanzionare la buona o cattiva gestione delle aziende. Il rischio di scalata, e conseguente licenziamento del management, è la miglior frusta esistente per obbligare le imprese a una buona gestione: nell'interesse degli azionisti, dei lavoratori, del paese. Qualunque soluzione che ingessa gli assetti proprietari, che costruisce protezioni artificiose per le società, non può che intorpidire le capacità imprenditoriali.

Un altro terreno minato è quello delle relazioni infragruppo, dove in tutte le relazioni economiche c'è il rischio che la controllata venga sacrificata all'interesse della capogruppo. Con la diffusione delle scatole cinesi, quotate in Borsa *a cascata*, questo rischio è acuto. Per affrontarlo c'è un solo modo: ogni operazione interna al gruppo deve essere sempre spiegata e giustificata nella sua ratio economica, per dissipare ogni possibile sospetto. Infine, la diffusione delle azioni di risparmio e privilegiate impone di garantire un'adeguata remunerazione a quei soci che rinunciano al diritto di intervenire sulla gestione della società. Queste son le regole, semplici e chiare, dello statuto.

A proposito del capitalismo italiano si è parlato di «*stanze chiuse*».

Ma il problema più grave è che queste stanze sono troppo piccole. Il paese ha bisogno di aziende più grandi e più forti. La dimensione insufficiente è spesso l'handicap più grave nella sfida dell'internazionalizzazione. Il razionamento dei capitali è uno dei mali della nostra economia. Ha messo le imprese in uno stato di soggezione, le ha consegnate nelle mani della politica. L'Italia ha bisogno di una Borsa più ampia e più matura, perché un mercato azionario efficiente e limpido è un ingrediente essenziale per la crescita. Ma perché la Borsa sia degna di un paese avanzato, ognuno deve fare la sua parte.