



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Luca Enriques (*)

**A dieci anni dal Testo Unico della Finanza:
il ruolo delle autorità di vigilanza**

Intervento al convegno
“Dieci anni di testo unico della finanza:
bilanci e prospettive”
Roma, 29 ottobre 2008

Università di Roma Tor Vergata

(*) Intervento preparato per il convegno “Dieci anni di Testo unico della Finanza: bilanci e prospettive”, Università di Roma Tor Vergata, 29 ottobre 2008. Si ringrazia Matteo Gargantini per la preziosa assistenza nella ricerca.

Le opinioni espresse sono strettamente personali e non coinvolgono in alcun modo la Consob. In caso di riproduzione totale o parziale, si prega di riportare questa avvertenza.

Ben poche sono le certezze che l'attuale crisi finanziaria non ha intaccato o demolito. Ci si era abituati a pensare che la proprietà privata delle banche fosse un dato irreversibile; ora molti dei principali paesi occidentali hanno lo Stato quale grande azionista delle banche maggiori. Eravamo convinti che gli aiuti di Stato fossero ormai preclusi dal *bon ton* dei sistemi ad economia di mercato; ora perfino gli Stati Uniti aiutano non solo le banche in crisi, ma anche, sempre più direttamente e quasi programmaticamente, le proprie case automobilistiche. Sia pure con fatica, si era affermata l'idea che la speculazione fosse una componente fisiologica del mercato e che desse un importante contributo all'efficienza dei mercati; recentemente, l'autorità di vigilanza considerata fin qui la più moderna e *market-friendly*, l'inglese Financial Services Authority (FSA) ha vietato (prima fra le tante autorità di vigilanza e sia pure temporaneamente) le vendite allo scoperto, qualificandole come abusi di mercato.

Nella situazione di dubbio metodico nella quale ci troviamo è necessario chiedersi se anche l'architettura normativa e i principi di fondo della disciplina dei mercati finanziari non debbano essere messi in discussione alla radice.

Al di là del decennale del TUIF, dunque, gli eventi recenti rendono quanto mai opportuno un bilancio della regolamentazione dei mercati finanziari e un'analisi delle sue prospettive. A me per fortuna spetta oggi un compito assai più circoscritto, ossia di valutare il ruolo delle autorità di vigilanza a dieci anni dall'emanazione del TUIF. Nella piena consapevolezza del valore epifenomenico dell'oggetto di queste riflessioni di fronte alla crisi finanziaria in atto, anticipo che mi concentrerò soprattutto sulla disciplina degli emittenti e, dunque, sul ruolo della Consob. E ciò se non altro per ragioni filologiche: la rivisitazione della disciplina degli intermediari e dei mercati era avvenuta nel 1996 e il TUIF ha solo risistemato quelle materie, confermando l'impianto di due anni prima.

Per cominciare, mi piace ricordare che nella stessa elaborazione del TUIF la

Consob, assieme alla Banca d'Italia, ebbe un ruolo centrale. Le due autorità collaborarono proficuamente tra loro sotto la guida efficace e sapiente della Direzione Generale del Tesoro e fianco a fianco con alcuni tra i migliori esperti della materia. Ai lavori della Commissione Draghi parteciparono, oltre a esponenti del Direttorio della Banca d'Italia, vari commissari Consob. Nel Comitato Tecnico diedero un contributo decisivo, non solo di *drafting*, tra gli altri, Giuseppe Cannizzaro e Salvatore Providenti per la Consob e Antonio Loizzo e Gianni Castaldi per la Banca d'Italia.

Le leggi precedenti al TUIF (e al Decreto EUROSIM) erano il riflesso di una concezione ancora pubblicistica del mercato di borsa e di una visione paternalistica del ruolo delle autorità di vigilanza. Il funzionamento del mercato era rimesso a decisioni dell'autorità di vigilanza anche per aspetti che oggi paiono (o almeno fino a ieri sono apparsi) naturalmente di competenza dei privati. Si pensi, ad esempio, alla possibilità di disporre d'ufficio l'ammissione a quotazione di titoli diffusi, alla predisposizione del calendario di borsa, alla determinazione delle tariffe di negoziazione e alla definizione delle regole di ammissione a quotazione. O, ancora, in punto di paternalismo, all'obbligo per le società quotate di inviare alla Consob i bilanci (non ancora resi pubblici) venti giorni prima dell'assemblea.

Questo genere di poteri di matrice dirigitica (come si diceva fino a poco tempo fa) è venuto meno nel 1996-98, quando si è affermato un modello moderno di vigilanza sui mercati mobiliari.

Il Testo Unico, come per vero già il Decreto EUROSIM per la parte intermediari e mercati, cambiò radicalmente il ruolo della Consob, essenzialmente in quattro direzioni: scomparve un buon numero di poteri amministrativi a carattere specifico, furono ampliate le competenze di normazione generale (con 38 rinvii regolamentari solo alla Consob, secondo il conto che fece all'epoca Vincenzo Buonocore), furono definite le finalità della vigilanza della Consob, fu estesa la cerchia dei soggetti passivi dei poteri di ispezione e di richiesta di informazioni.

Se una critica si può fare, col senno di poi, al TUIF, è nel *light touch* che lo caratterizzava originariamente sul piano dell'*enforcement ex post*, vuoi pubblico vuoi

privato: l'apparato sanzionatorio originario si caratterizzava per massimi edittali molto contenuti e dunque privi di sufficiente efficacia dissuasiva. E i passi, pur importanti, nella direzione di una più ampia autotutela anche giudiziaria delle minoranze si sono rivelati insufficienti.

Ma, se è mancato finora un intervento efficace sul fronte dell'*enforcement* privato, nel 2005, anche a seguito dello scandalo Parmalat, il legislatore ha esteso i poteri di indagine della Consob e fortemente inasprito le sanzioni applicabili a emittenti e intermediari nonché a coloro che commettono abusi di mercato, talvolta perfino con qualche eccesso (come nel caso della confisca obbligatoria dei beni utilizzati, del prodotto o del profitto dei reati di abuso di mercato).

E a partire dallo stesso periodo l'azione stessa di *enforcement* della Consob si è intensificata, per quanto concerne sia l'applicazione delle sanzioni (prime fra tutte, per importanza, quelle comminate nel caso IFIL-EXOR) sia gli interventi di vigilanza preventiva (si pensi ad esempio alla prassi di richiedere di fornire al mercato dettagli sulle modalità di istruttoria e deliberazione di operazioni con parti correlate).

Se il TUIF andò nella direzione dell'amministrativizzazione del diritto societario, scelta a suo tempo aspramente criticata da Ariberto Mignoli e Guido Rossi in un'intervista al Sole 24 Ore del gennaio 1998, lo stesso fecero, e in misura ancor più marcata, i principali interventi di riforma successivi, dalla riforma Vietti alla legge sul risparmio.

L'esempio più eclatante è nella Vietti, che ha delegato alla Consob il potere di disciplinare, sia pure per principi generali, sotto l'etichetta delle operazioni con parti correlate, uno dei temi cardine del diritto societario, ossia i conflitti d'interessi nella gestione.

La legge sul risparmio ha ampliato ulteriormente i poteri di intervento della Consob nella vita delle società: per limitarmi a qualche esempio, la Consob determina i limiti al cumulo degli incarichi dei componenti gli organi di controllo e le regole che garantiscono l'accesso a tali organi di un componente espresso dalla minoranze; essa ha altresì il potere di determinare i requisiti di possesso azionario necessari per la presentazione di liste di minoranza per l'elezione di un componente del consiglio di

amministrazione.

L'amministrativizzazione del diritto societario non è affatto una scelta isolata del nostro ordinamento: si pensi non solo ai paesi, come il Regno Unito, in cui il potere della FSA sulle *listing rules* le consente di incidere su alcuni aspetti centrali della disciplina societaria (incluse le operazioni con parti correlate), ma anche a paesi, come gli Stati Uniti, nei quali la stessa Securities and Exchange Commission (SEC), che ha tradizionalmente limitato il proprio campo d'azione sugli emittenti alle regole di trasparenza, sta estendendo la propria sfera d'intervento anche ad alcuni aspetti particolarmente rilevanti della *corporate governance*.

Dunque, negli ultimi dieci anni sono cresciuti esponenzialmente i poteri di *enforcement* della Consob. L'autorità ha dunque acquisito un'assoluta centralità nel diritto societario e dei mercati mobiliari.

Ma come ben sanno i giuscommercialisti e i supereroi, *da un grande potere derivano grandi responsabilità*. Detto altrimenti, si pone oggi ancor più che in passato la questione dell'*accountability* ovvero della *corporate governance* delle autorità di vigilanza.

Mentre la Banca d'Italia, ad esito delle vicende del 2005, ha riformato la propria *governance*, non altrettanto è accaduto per la Consob, che vede la propria struttura organizzativa risalire pressoché inalterata alla legge istitutiva.

Il dibattito sulla riforma delle autorità di vigilanza tende perlopiù a concentrarsi sul loro numero e sul riparto tra queste delle competenze, ma in realtà una sfida ancora più cruciale per i *policymaker* è quella di assicurare che le autorità di vigilanza perseguano le finalità per le quali sono state create: la tutela del risparmio, la stabilità e l'efficienza dei mercati finanziari. E' quanto mai opportuna cioè una riflessione sugli incentivi, i meccanismi organizzativi, i condizionamenti culturali, i controlli interni e i sistemi di *accountability* esterna che possano garantire la coerenza tra l'azione dell'organizzazione e i suoi fini.

E' interessante notare, sia pure per cenni, come esistano due principali modelli di *governance* delle autorità di vigilanza, tra loro solo per certi versi alternativi: quello facente leva pressoché esclusiva sull'*accountability* pubblica, proprio ad esempio della

SEC statunitense e quello assai attento anche ai profili di organizzazione interna, proprio ad esempio della FSA inglese.

Negli Stati Uniti la coerenza tra azione della SEC e sue finalità è funzione, da un lato e soprattutto, del “guinzaglio stretto” cui essa è tenuta dal Congresso americano e, dall’altro e in misura minore, della Presidenza degli Stati Uniti, che nomina i componenti della SEC con il consenso del Senato (cui spetta un potere di veto sulla nomina all’esito di uno scrupoloso esame mediante audizione).

Il principale strumento di cui dispone il Congresso per vigilare sull’operato della SEC è di tipo finanziario. Dal Congresso dipende infatti la definizione del budget annuale dell’Autorità. A tale decisione perviene a seguito di audizioni, che costituiscono un evento frequente nell’interazione tra SEC e Congresso.

All’estremo opposto sta la FSA¹. La legge istitutiva prevede che la FSA, nello svolgimento delle proprie funzioni, debba avere riguardo ai principi di buona governance generalmente accettati, nella misura in cui essi siano compatibili con la propria natura.

Almeno due principi del codice di corporate governance inglese (il Combined Code) fatti propri direttamente dalla legge istitutiva meritano di essere portati ad esempio. Nel *board* della FSA, infatti, siedono in maggioranza componenti non esecutivi e indipendenti, molti dei quali continuano a esercitare l’attività professionale che svolgevano al momento della nomina.

Alcuni tra tali amministratori compongono inoltre un comitato che ha il compito di verificare l’efficienza e l’efficacia dell’azione della FSA e di stabilire la remunerazione del presidente e dei componenti esecutivi del consiglio di amministrazione. In sostanza, quest’organo esercita le funzioni che, secondo il Combined Code, sono svolte dal comitato per il controllo interno e dal comitato remunerazioni: nella prassi della FSA, anzi, le due funzioni ricordate sono svolte da comitati distinti, composti da amministratori non esecutivi.

¹ Non da sola. Ad esempio, l’autorità olandese dichiara espressamente di attenersi al principio per cui solo un’Autorità che adotti i migliori standard di governance può pretendere in modo credibile che i soggetti vigilati adottino prassi analoghe: per tale ragione, essa si impegna a mantenere una governance di qualità almeno pari a quella delle società quotate, recependo, laddove ciò sia compatibile con la sua natura di autorità amministrativa indipendente, le indicazioni del codice di corporate governance olandese.

La rappresentanza degli interessi di operatori e investitori è formalizzata attraverso forme di coinvolgimento permanente all'interno della governance della FSA. Accanto al board, infatti, sono istituiti due comitati consultivi composti da esponenti dei risparmiatori (Consumer Panel) e degli operatori professionali (Practitioner Panel)².

La FSA non riceve fondi dallo Stato. Essa finanzia la propria attività attraverso i contributi di vigilanza. L'ammontare complessivo dei contributi e la relativa distribuzione tra i soggetti vigilati sono determinati dalla stessa FSA, di anno in anno, dopo essere stati oggetto di una apposita consultazione pubblica.

Questi sono due modelli possibili, non totalmente alternativi tra loro né in astratto superiori l'uno all'altro. Sarebbe utile che in sede di riforma delle authorities ci si chiedesse se e in che misura rifarsi a tali modelli, al fine di perseguire, nello specifico contesto istituzionale e culturale italiano, l'efficienza e la funzionalità dell'operato delle autorità di vigilanza.

La lunga stagione di riforme della disciplina dei mercati finanziari non è ancora conclusa. La Consob deve ancora emanare una serie di importanti regolamenti, frutto degli interventi legislativi degli ultimi quattro anni. Tra questi, il più importante, come accennavo in precedenza, è senza dubbio quello in materia di operazioni con parti correlate. Per svolgere qualche considerazione sull'argomento, partirei da una riflessione sulla *passivity rule* e sul recente dibattito che si di essa si è sviluppato.

L'attenzione dei più, di fronte alle riflessioni del Presidente della Consob circa l'opportunità di modificare il regime delle difese consentendo più ampi margini di manovra alle società sotto scalata, si è concentrata sui suoi profili simbolici, ossia sull'opportunità di lanciare un messaggio sfavorevole alla contendibilità delle società, soprattutto in questa fase in cui sul mercato scarseggiano i compratori. Premesso che sono indubbi gli effetti anche positivi delle opa ostili, specialmente come stimolo a una gestione efficiente delle società contendibili, a me pare che, nel merito tecnico della questione, esista una seria giustificazione a favore della scelta di rendere opzionale (poiché di questo si tratta) la *passivity rule*, come peraltro la Consob aveva già suggerito

² I panel hanno compiti di rappresentanza degli interessi di categoria. Il peso dei due comitati è accresciuto dalla regola per cui, nel caso in cui l'Autorità non ritenga di condividere una posizione espressa da tali organi, essa deve motivare per iscritto le ragioni del proprio dissenso.

l'anno scorso al Ministero dell'Economia in sede di attuazione della Direttiva OPA.

Dieci anni di vigenza del TUIF hanno dimostrato a sufficienza che è sostanzialmente fallito il tentativo di rendere le società scalabili “per decreto” (in particolare con la *passivity rule* e la neutralizzazione dei patti parasociali): se escludiamo i settori regolati, nei quali la più efficace *poison pill* può essere proprio nel rischio di interventi regolatori, oggi nessuna società è seriamente contendibile³.

Il punto essenziale è questo: finché i benefici privati del controllo restano elevati, come attestano numerosi studi economici per il nostro Paese, la *passivity rule* disincentiva la diffusione della proprietà. Infatti, in assenza di strumenti di difesa, nessun azionista dominante è disposto a rischiare di perdere il controllo (e i suoi benefici) senza estrarne un premio o a condividere il premio stesso con gli azionisti di minoranza.

E, a fronte di esigenze di crescita dell'impresa ovvero di diversificazione per il socio di controllo, l'effetto di regole come questa (come anche, incidentalmente, dei limiti alle deviazioni dal principio un'azione, un voto) è di spingere i soci di controllo verso un maggiore ricorso ai gruppi piramidali, alle partecipazioni reciproche o a forme di coalizione formali o informali, quali i patti parasociali.

Abbandonare la *passivity rule* sarebbe un passo importante verso il riconoscimento del fatto che gli assetti proprietari non contendibili sono soltanto il sintomo di una malattia che affligge più di altri il nostro capitalismo: gli elevati benefici privati del controllo. Su di essi, invece che sui sintomi, dovrebbe concentrarsi l'attenzione dei *policymaker*, a maggior ragione, naturalmente, se si abbandona la *passivity rule*.

Ed ecco dunque che veniamo al regolamento in materia di operazioni con parti correlate. Il documento di consultazione pubblicato ad aprile poggiava essenzialmente su due cardini: la *disclosure* immediata e periodica delle operazioni rilevanti con parti correlate, definite secondo criteri perlopiù quantitativi; un ruolo rafforzato degli amministratori indipendenti nel processo di approvazione.

La Consob ha ricevuto più di trenta risposte alla consultazione. Nonostante le

³ Parmalat è risorta dalle ceneri della procedura concorsuale come una vera *public company*, ma le azioni legali tuttora in corso scoraggiano eventuali scalate.

critiche, le risposte confermano nel loro complesso la validità dell'impianto di fondo della proposta regolamentare. Quanto alla *disclosure*, nessuno ha messo in dubbio l'opportunità di una informativa immediata e dettagliata delle operazioni rilevanti con parti correlate. Sarà una novità importantissima, che ci metterà al passo con gli ordinamenti più evoluti.

Quanto alle procedure, la proposta prevede quale regola generale che le operazioni con parti correlate siano approvate previo parere non vincolante degli amministratori indipendenti: questa è la procedura che si applicherebbe *sempre* alle società non grandi e alle neo-quotate anche grandi (quest'ultima esenzione è peraltro stata criticata da tutti gli investitori istituzionali); per le grandi società, è sempre questa la procedura che si applicherebbe a tutte le operazioni (non piccole né altrimenti esenti) diverse da quelle "rilevanti".

Solo per queste ultime la proposta prevede una procedura in cui il ruolo degli indipendenti è rafforzato e si spinge fino a un possibile veto. Le risposte alla consultazione hanno confermato che questa procedura rafforzata si applicherebbe a un numero di operazioni assai ristretto: nessuno ha potuto lamentare, dati alla mano, che tante delle proprie operazioni ricadrebbero tra quelle rilevanti e che dunque il regolamento sulle operazioni con parti correlate renderebbe impossibile la gestione corrente delle società.

Accanto alle critiche degli investitori istituzionali e di alcuni colleghi per il fatto che la proposta non ha sufficientemente valorizzato il ruolo dell'assemblea (sul modello inglese) o degli amministratori di minoranza, varie risposte hanno ritenuto eccessivo il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nell'approvazione delle operazioni rilevanti, invitando a una maggiore continuità con le prassi esistenti e con il grado di maturità della governance delle nostre società quotate. Come ha affermato il Presidente della Consob nel discorso al mercato del luglio scorso, la Commissione è sensibile a questo genere di preoccupazioni e saprà farsene carico.

La disciplina sull'approvazione delle operazioni con parti correlate, per i limiti della norma di legge che ha delegato la Consob a regolare la materia, nascerà peraltro "leggera" sul piano dell'*enforcement*. In caso di violazione delle procedure interne, non solo mancano e mancheranno azioni civili effettivamente esercitabili dagli azionisti di

minoranza, ma anche i poteri della Consob saranno meramente indiretti, potendo soltanto contestare ai sindaci l'inosservanza dei propri doveri di controllo.

Un ruolo importante potranno avere invece il mercato e i mezzi d'informazione: analizzando le informazioni che le società dovranno dare su queste operazioni e valutandone la convenienza per gli investitori, potrebbero mettere in luce i comportamenti più o meno virtuosi degli amministratori indipendenti e, soprattutto, degli azionisti di controllo.

Prima di chiudere, qualche considerazione sulle prospettive più generali. E' chiaro a tutti che, superata, si spera al più presto, la crisi finanziaria, si andrà verso un periodo di *re-regulation* che potrebbe toccare in profondità anche il TUIF, rendendolo più prescrittivo e ampliando ulteriormente i poteri delle Autorità di vigilanza.

A mio avviso, è importante che coloro che saranno chiamati alla revisione delle regole tengano ben presenti i rischi cui si va incontro in questi casi. Vorrei segnalare cinque errori da evitare. Sono altrettante ovvietà, ma di questi tempi non guasta ripeterle.

1. Anzitutto, non si deve scordare che le leggi generano costi e non solo benefici, distorcono i comportamenti e tendono ad avere conseguenze inaspettate; e che la tentazione di eluderle è insopprimibile. E la migliore dimostrazione di ciò è proprio nella crisi finanziaria in corso, frutto delle cattive regole e delle cattive politiche non meno che dell'assenza di regole e dei fallimenti del mercato, come ben mette in luce Giulio Napolitano in uno scritto recente⁴.

A fronte di queste insidie, bisogna guardarsi dalla fretta nell'accettare soluzioni che sembrano di buon senso, magari perché semplici e facili da spiegare, ma che poi possono rivelarsi dannose e controproducenti. Da questo punto di vista, la lezione del Sarbanes Oxley Act è sufficientemente istruttiva. E soprattutto, è da evitare la trappola tautologica per cui se il fenomeno X non è regolato, allora è necessario regolarlo.

2. Nel rivedere le regole esistenti, è bene guardarsi anche dalla tentazione di concludere che certi meccanismi di controllo, magari da noi non ancora pienamente

⁴ V. G. Napolitano, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008, n. 11.

accettati, non servano perché non sono stati in grado di prevenire la crisi. Un esempio è quello degli amministratori indipendenti: è chiaro che hanno fallito anch'essi nel prevenire le scelte scriteriate dei manager delle maggiori banche mondiali. Ma ciò non significa che essi non siano neppure in grado di svolgere compiti più modesti di monitoraggio sull'opportunità degli amministratori e dei soci di controllo. Altrimenti, con lo stesso ragionamento, potremmo liberarci pressoché di ogni meccanismo di controllo interno ed esterno.

3. Analogamente, sarebbe un errore pensare che certi strumenti siano da sopprimere perché hanno concorso a creare i presupposti della crisi. E' chiaro che le stock option hanno spostato le preferenze degli amministratori di banche verso l'assunzione di rischi eccessivi. Ma vietare o disincentivare le stock option per questa ragione sarebbe come vietare i cellulari perché possono agevolare le attività dei terroristi e dei criminali.

4. Nuovi poteri ed eventualmente anche una nuova governance per le autorità di vigilanza non saranno sufficienti a prevenire la prossima crisi. Ciò non vuol dire che le autorità di vigilanza non debbano essere rafforzate e meglio disciplinate. Significa invece guardarsi dall'errore di ingenerare aspettative troppo elevate nella politica e nell'opinione pubblica sui risultati che le autorità di vigilanza possono effettivamente conseguire.

5. Da ultimo, ri-regolare non significa solo aggiungere regole a quelle che già ci sono e modificarne alcune. Vuol dire anche togliere di mezzo le regole rivelatesi, magari anche a seguito della crisi, inefficaci o inefficienti. Come ha osservato di recente il Ministro dell'Economia: "Abbiamo regole che non ci servono, non abbiamo quelle che ci servono". Anche in questo nuovo clima, dunque, vi è spazio per dare seguito al proposito, annunciato dal Presidente della Consob nell'incontro annuale con il mercato del luglio scorso, di semplificare i regolamenti, e in particolare il regolamento Emittenti, in occasione della revisione triennale richiesta dalla legge sul risparmio, sopprimendo gli oneri di adempimento ingiustificati, differenziando le regole in funzione di parametri dimensionali e di rischio dei soggetti vigilati e facendo attenzione ai potenziali effetti della regolamentazione sul grado di concorrenza e sulla competitività generale della piazza finanziaria italiana.