

definizione di mercato regolamentato; la definizione di concentrazione su un mercato regolamentato; le modalità di accesso al mercato da parte di operatori esteri.

L'innovazione maggiormente significativa è rappresentata dalla circostanza che su un mercato regolamentato, non essendo richiesta la presenza fisica per eseguire le transazioni, le imprese di investimento potranno diventarne membri o accedervi senza avere una sede. In sostanza, la direttiva facilita la già presente possibilità di competizione tra mercati, consentendo ad intermediari residenti in un solo paese di eseguire transazioni su più mercati regolamentati.

La possibilità di scambiare lo stesso titolo su più mercati fa venir meno uno dei presupposti economici della concentrazione degli scambi: la *ratio*, infatti è quella che in un mercato, soprattutto ad asta, la significatività dei prezzi sia massima quando gli stessi sono formati dall'incrocio di tutta la domanda e di tutta l'offerta; altrimenti l'efficacia segnaletica è minore in quanto il prezzo si può "muovere" più facilmente con flussi monetari inferiori.

La diretta competizione tra diversi mercati spinge quindi i vari soggetti a chiedere condizioni di maggiore efficienza competitiva: per gli emittenti, non solo ridotti oneri di quotazione, ma soprattutto meccanismi di contrattazione che assicurino liquidità nelle negoziazioni, a tutto vantaggio dei costi di raccolta dei capitali; per gli investitori, trasparenza e bassi costi di negoziazione in termini monetari e temporali; per gli intermediari, modalità e termini di contrattazione omogenei a livello internazionale.

In materia di intermediari, la direttiva comunitaria pone fine alla riserva di attività relativa alla negoziazione in borsa che il legislatore italiano aveva previsto a favore delle società d'intermediazione per facilitare la nascita di un settore d'intermediazione moderno, articolato su imprese costituite in forma societaria, regolamentato e indipendente, almeno per una parte, dal controllo delle banche. Tali obiettivi sono stati in buona misura raggiunti, anche se l'abolizione della riserva di attività si colloca in una fase in cui il processo di ristrutturazione del settore e il rafforzamento competitivo degli operatori più efficienti non si sono ancora completati.

Il settore è reso dinamico anche da alcuni significativi mutamenti nelle connotazioni dell'attività di intermediazione che sollecitano una più ampia revisione del quadro dei controlli che potranno trovare accoglimento nel testo unico sulla finanza. Si afferma sempre più la tendenza da parte di intermediari con caratteristiche tipiche originariamente diverse ad uscire dalle loro linee tradizionali di attività per convergere verso l'attività di gestione del risparmio della clientela. Le prospettive di sviluppo di questo settore appaiono particolarmente sensibili, tenuto conto dell'arretratezza della finanza privata italiana. In questo contesto di evoluzione strutturale, l'azione della vigilanza è più efficiente se si affida ad una separazione delle competenze basata sulla finalità dei controlli. L'obiettivo della regolamentazione è infatti quello di non frapporre ostacoli alla convergenza ed evitare, nel contempo, che il naturale movimento verso modalità più efficienti di gestione sia ostacolato da comportamenti poco corretti da parte degli intermediari.

Il primo obiettivo può essere perseguito non solo ponendo fine alla riserva di attività nella negoziazione, ormai liberalizzata dal legislatore comunitario, ma anche nell'attività di sollecitazione e di gestione, adottando soluzioni più uniformi a quelle degli altri paesi.

Il secondo obiettivo - evitare comportamenti non corretti, quando non addirittura fraudolenti - non viene raggiunto salvaguardando la stabilità. Neppure lo strumento della separazione tra il patrimonio dell'intermediario ed il patrimonio dell'investitore, fatto proprio dal legislatore comunitario, e comunque fondamentale per porre le premesse di un comportamento sano e prudente dell'intermediario, è sufficiente ad assicurare da solo negoziazioni eque e trasparenti. L'attività di gestione presenta infatti numerosi profili rilevanti in materia di disciplina e controllo dei comportamenti. Tra gli altri, il rispetto degli indirizzi di investimento e di limitazione del rischio della gestione indicati nel contratto; il possibile insorgere di conflitti di interesse, che si manifestano ogni qualvolta un intermediario inserisce nei patrimoni gestiti titoli di propria emissione o emessi da un soggetto appartenente al proprio gruppo; l'eventuale utilizzo delle

disponibilità finanziarie giacenti nei conti gestiti per influenzare il prezzo di un titolo di una società appartenente al proprio gruppo o a questo legata da rapporti di affari. I futuri assetti regolamentari dovranno tener conto del ruolo primario da assegnare al controllo dei comportamenti nell'attività di gestione dei diversi intermediari.

La Consob negli anni a venire

A più di vent'anni dalla data della sua costituzione, la Consob costituisce una "istituzione indipendente", ma con un'aura di ancora incompleta autonomia, tanto da ritenere auspicabili modifiche legislative di una certa portata, riguardanti in particolare le condizioni di operatività, i poteri e i controlli.

Il recepimento della direttiva comunitaria sui servizi di investimento e, in un'ottica più ampia, la redazione del testo unico della finanza, possono rappresentare l'occasione per avanzare alcune proposte.

Su un piano del tutto generale si deve in primo luogo osservare una eterogeneità dei procedimenti di nomina dei membri delle autorità indipendenti esistenti nell'ordinamento italiano, nonché una difformità nella composizione delle commissioni di controllo dei mercati mobiliari operanti nei diversi paesi. Pur se l'indipendenza trae fondamento in primo luogo dagli interessi protetti e dalla stessa terzietà dell'organismo, sarebbe auspicabile una convergenza verso criteri di nomina e requisiti di composizione maggiormente omogenei e più conformi ad una effettiva autonomia e rappresentatività dell'istituto.

Quanto alle condizioni di operatività, particolare attenzione merita il tema del rafforzamento dei poteri sanzionatori amministrativi. L'attribuzione in via principale alle autorità indipendenti di poteri comminatori sembra essere, oltre ad un necessario ed efficiente strumento diretto di intervento nella repressione di comportamenti non

corretti, logica conseguenza dell'autonomia, rispetto anche all'esecutivo, nell'attività di *enforcement*. Pertanto, tali prerogative andrebbero estese, per ciò che riguarda la Consob, rispetto a quelle attuali che prevedono un procedimento di tipo complesso, gravoso per il soggetto vigilato, che attribuisce al Ministero del tesoro l'emanazione dei provvedimenti sanzionatori, su proposta della Commissione.

Inoltre, anche alla luce della progressiva autoregolamentazione degli intermediari, la Consob intende rafforzare i rapporti con i soggetti controllati, al fine di migliorare l'efficacia della propria azione ed il suo rapporto con il mercato. In tal senso, la Commissione prevede di estendere agli operatori interessati la partecipazione nell'elaborazione di regolamenti.

L'attuale struttura dei controlli appare relativamente limitativa dell'autonomia della Consob in materia di amministrazione e di spesa. Si tratta di un sistema che, quando venne concepito, non poteva prevedere l'evoluzione, realizzatasi negli ultimi anni, verso una regolamentazione indipendente dall'esecutivo. In via generale si può notare che, mano a mano che le autorità di regolamentazione acquistano caratteri di autonomia e funzioni più ampie, si evidenzia un potenziale contrasto con la prassi e i metodi di norma applicati dagli organi di controllo nei confronti degli apparati amministrativi più tradizionali. Da tale situazione emerge la necessità della ricerca di nuovi equilibri.

L'ampliamento dell'autonomia della Commissione si collega al tema delle sue modalità di finanziamento. Il principio introdotto con la legge 724/94 è, sotto questo profilo, di rilievo. Il reperimento di fonti autonome sottrae l'Autorità al vaglio esclusivo dei controlli statali e la espone a quelli del mercato. La responsabilità della Commissione ne esce rafforzata.

L'architettura del sistema contributivo per il finanziamento della Consob dovrà essere peraltro adattata a seguito dell'evoluzione dell'organizzazione dei mercati e degli intermediari indotta dal recepimento delle norme comunitarie. In tal senso, l'esigenza di garantire condizioni di competitività ai nostri mercati pone l'obiettivo prioritario di

un contenimento dei costi complessivi gravanti sugli scambi; sarebbe quindi opportuno e coerente che, all'interno di un riesame della fiscalità gravante sui mercati finanziari, si preveda una revisione dell'attuale tassa sui contratti di borsa.

Infine, i nuovi poteri della Commissione sembrerebbero opportunamente completati dalla previsione esplicita di competenze, consultive e propositive, nei confronti del Parlamento e del Governo, attinenti le iniziative legislative in materia di mercati mobiliari e di tutela del risparmio. Tale prerogativa caratterizza già altre autorità indipendenti.

* * * * *

Le problematiche descritte portano inevitabilmente a sostenere che per un effettivo sviluppo dei mercati finanziari regolamentati dove vengono trattati titoli privati è necessaria un'ampia riforma nella legislazione. Riforma del diritto societario, rafforzamento dei poteri e dell'indipendenza dell'organo di controllo, più radicati convincimenti di mercato nel portare avanti il processo di privatizzazione e modifiche nel trattamento fiscale di imprese ed investitori rappresentano, a parere di questa Commissione, gli ingredienti di una nuova politica per il mercato mobiliare che il nuovo Parlamento dovrà affrontare.

A volte, in questi anni, si è avuta la percezione che si sia diffuso il convincimento, anche se per pudore mai apertamente dichiarato, che lo sviluppo economico dell'Italia possa fare a meno di una borsa nazionale. Tale prospettiva, alimentata dai risultati lusinghieri dell'economia italiana dell'ultimo anno e dalla crescente integrazione dei mercati finanziari, si presta ad una obiezione di fondo: il non estendere le regole del

mercato ad una fascia più ampia possibile di operatori, quando ad esse si sono già sottoposte alcune imprese che raccolgono capitali sui mercati esteri, aggiunge un nuovo dualismo all'economia italiana. Ed il dualismo rappresenta certamente un segno di arretratezza, civile ancor prima che economica.

Nel rivolgere un saluto alle Autorità e a tutti i presenti, desidero esprimere il pieno apprezzamento al personale per l'attività svolta. Un augurio particolare al professor Mario Bessone che, nel gennaio del 1996, è stato nominato Presidente della Commissione di vigilanza sui fondi pensione dopo aver dato, per nove anni, un apporto di rilievo alle decisioni assunte dalla Commissione Nazionale per la Società e la Borsa.

B - L'ATTIVITA' ISTITUZIONALE

I. LE SOCIETÀ QUOTATE

1. LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E IL COLLOCAMENTO DI TITOLI QUOTATI

Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio

Nel corso del 1995 sono state concluse 19 offerte pubbliche di acquisto, per un valore complessivo di 5.786 miliardi di lire, aventi ad oggetto valori mobiliari quotati o che consentono di acquisire diritti di voto (Tav. I.1). Pertanto, dall'entrata in vigore della legge 149/92 si può osservare una continua crescita delle offerte, sia per numero che per valore, che ha condotto nel periodo 1992-95 alla realizzazione di ben 60 Opa per un valore di 11.542 miliardi.

Con riferimento alla natura delle offerte, si è avuta, nel 1995, una sola Opa preventiva, che rappresenta lo strumento utilizzato da chi intende acquisire il controllo o la quota di maggioranza relativa di una società quotata. Complessivamente, le Opa preventive effettuate dall'entrata in vigore della normativa sono state tre.

Nel corso dell'anno sono state concluse 8 Opa successive, 7 residuali e 3 volontarie. Con riferimento alle Opa successive (effettuate da chi abbia ottenuto il controllo o la maggioranza relativa di una società quotata tramite acquisti effettuati in borsa e/o fuori dalla borsa), il passaggio del controllo è avvenuto prevalentemente con il consenso dell'azionista di controllo o di maggioranza relativa. Questo dato, assieme allo scarso ricorso all'Opa preventiva sopra riscontrato, conferma le peculiarità della struttura proprietaria e di controllo delle società quotate, dove a fronte di una forte concentrazione della proprietà rimane contenuto lo spazio per le scalate ostili.

Per quanto concerne le altre tipologie di Opa, si osserva che quelle residuali hanno condotto alla revoca dalla quotazione di 5 società; in questi casi la scelta

dell'offerente è stata condizionata dal fatto che le condizioni per mantenere un flottante adeguato (tramite la successiva effettuazione di un'offerta pubblica di vendita) sarebbero state, almeno nell'immediato, poco vantaggiose.

TAV. I.1

TIPOLOGIA DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E DI SCAMBIO

	1992		1993		1994		1995	
	NUM.	M.L.D.	NUM.	M.L.D.	NUM.	M.L.D.	NUM.	M.L.D.
VOLONTARIA	4	1.146	2	1.646	2	139	3	135
PREVENTIVA	--	--	2	1.051	--	--	1	3.770
INCREMENTALE	--	--	--	--	--	--	--	--
SUCCESSIVA	2	22	3	24	11	1.605	8	1.837
RESIDUALE	--	--	5	13	6	45	7	44
TOTALE	6	1.168	12	2.734	19	1.789	19	5.786

In particolare, le 3 offerte volontarie effettuate nel 1995 hanno avuto ad oggetto azioni ordinarie della Vetrerie Italiane (offerente la Spafi), azioni ordinarie, azioni di risparmio, obbligazioni convertibili e warrant su azioni di risparmio della Cementeria di Merone (offerente la Société Suisse de Ciment Portland), le azioni ordinarie della Fisia (offerente la Fiatimpresit); tutte le offerte volontarie citate erano finalizzate alla cancellazione dal listino dei titoli oggetto delle offerte medesime.

Le offerte obbligatorie cosiddette successive, ovvero quelle effettuate successivamente all'acquisizione di una partecipazione rilevante nelle società i cui titoli sono quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto, sono state 8 con riguardo a società quotate in borsa, e una con riguardo a società negoziate al mercato ristretto. Le prime hanno avuto ad oggetto i titoli del Lloyd Adriatico (offerente la Allianz AG), del Credito Lombardo (offerente la Banca Antoniana), della Bonifiche Siele (offerente la Banca di Roma), della SME (offerenti la Schemaventi e il Crediop), della Gaic (offerente la Ferruzzi Finanziaria), della Banca Mercantile Italiana (offerente la Banca Popolare di Lodi), della Finanza & Futuro (offerente la Deutsche Bank) e della Enichem Augusta (offerente la Rwe-Dca). L'unica offerta successiva rivolta verso una società negoziata al mercato ristretto è stata effettuata dal Credito Emiliano sui titoli della Banca Creditwest.

Le offerte residuali realizzate nel 1995 sono state 7, più 2 aventi ad oggetto azioni di società negoziate al mercato ristretto. Le offerte lanciate nei confronti di società quotate in borsa hanno avuto ad oggetto i titoli Nuovo Pignone (offerente la General Electric), l'Abeille (offerente la Compagnie UAP), Vetrerie Italiane (offerente la Spafi), del Lloyd Adriatico (offerente la Allianz), Cementeria di Merone (offerente la Société Suisse de Ciment Portland), Banca Mercantile Italiana (offerente la Banca Popolare di Lodi) e Credito Lombardo (offerente la Banca Antoniana). Le operazioni da ultimo descritte erano state tutte precedute dalle corrispondenti offerte successive, ad eccezione delle offerte lanciate dalla Compagnie UAP sui titoli L'Abeille, dalla Spafi sui titoli Vetrerie Italiane e dalla Société Suisse de Ciment Portland sui titoli Cementeria di Merone, che erano state precedute da offerte volontarie di acquisto.

Le 2 Opa residuali aventi ad oggetto azioni negoziate al mercato ristretto sono state quelle effettuate sui titoli Banca Creditwest da parte del Credito Emiliano e sui titoli Zerowatt da parte della Candy. Di queste offerte solo la prima era stata preceduta da un'Opa successiva. A seguito di dette offerte tutte le società citate sono state revocate dal listino ufficiale.

Facendo seguito all'offerta pubblica di acquisto preventiva lanciata nel dicembre del 1994 sui titoli del Credito Romagnolo da parte del Credito Italiano, sono state lanciate rispettivamente dalla Cariplo e dal Credito Italiano un'offerta concorrente e una di aumento.

Nel 1995, infine, sono state effettuate 6 offerte di acquisto e una di acquisto e scambio le quali, non avendo ad oggetto titoli ammessi alla quotazione ufficiale, non rientrano nell'ambito applicativo del Capo II della legge 149/92. Pertanto tali operazioni sono state promosse ai sensi dell'art. 18 della legge 216/74, ancorchè alle stesse siano state applicate, ove compatibili, le modalità procedurali delle offerte di cui alla legge 149/92.

Dette operazioni hanno riguardato l'offerta di acquisto di titoli della Banca Popolare di Rieti da parte della Carimonte Banca, l'offerta di acquisto avente ad oggetto i titoli della Banca Popolare di Lanciano e Sulmona da parte della Banca Popolare dell'Emilia Romagna, l'offerta di acquisto di titoli della Banca Agricola Popolare di Cerea da parte della Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo, l'offerta di acquisto avente ad oggetto i titoli Grand Hotel di Rimini da parte della Volante, l'offerta di acquisto di titoli della Banca Popolare del Materano da parte della Banca Popolare dell'Emilia Romagna, l'offerta di acquisto di titoli della Banca Popolare della Marsica da parte della Banca Agricola Mantovana e, infine, l'offerta di acquisto e scambio avente ad oggetto titoli della Banca Popolare di Abbiategrasso da parte della Banca Agricola Mantovana medesima.

L'attività regolamentare e interpretativa in materia di offerte pubbliche di acquisto

Nel corso del 1995 la Commissione è stata più volte sollecitata ad intervenire per chiarire e precisare l'ambito ed i limiti di applicazione della legge 149/92.

In particolare, la Commissione ha escluso la possibilità di effettuare un'offerta in aumento da parte di chi abbia presentato un'offerta concorrente. Nella fattispecie, occorre stabilire se fosse applicabile anche all'offerta concorrente la disciplina di cui all'art. 22, comma 1, legge 149/92, che autorizza l'aumento del corrispettivo offerto dall'offerente originario una sola volta e a condizione che tale aumento non sia inferiore al 5 per cento.

Secondo l'avviso manifestato dalla Commissione, con il conforto di un parere reso sul punto dal Consiglio di Stato, il contesto normativo della legge 149/92, interpretato secondo criteri letterali, logici e sistematici, non consente di riconoscere la facoltà, per il soggetto che presenti un'offerta concorrente, di effettuare, a sua volta, una successiva offerta in aumento. In particolare, a supporto di tale orientamento si è

sostenuta la tesi secondo la quale la norma posta dall'art. 22, letta nel contesto dell'intera disciplina contenuta nella legge 149/92 e del complessivo procedimento cui dà luogo la presentazione di una offerta pubblica, non riguarda la disciplina generale delle offerte, ma è una disposizione sull'offerta originaria o, più precisamente, sul potere dell'offerente originario di migliorare la propria offerta.

Nella medesima circostanza la Commissione si è pronunciata sull'ammissibilità di una dichiarazione unilaterale di inefficacia dell'offerta concorrente, effettuata da chi si sia reso promotore della stessa, al fine di apportare all'offerta originaria i titoli posseduti prima del lancio dell'offerta concorrente. La questione è stata risolta in senso affermativo, ritenendo che, in presenza di offerte tra loro contrapposte, i presupposti dell'inefficacia possano verificarsi nel corso dell'offerta e prima della sua scadenza, qualora dalla pubblicazione dei dati relativi alle adesioni risulti inequivocabilmente che il quantitativo minimo richiesto dall'offerta concorrente non sia più raggiungibile, tenuto conto delle accettazioni pervenute all'altra parte.

In altra occasione, la Commissione ha escluso che le azioni possedute a titolo di nuda proprietà - le quali, in base a quanto previsto dall'art. 2352 c.c., non attribuiscono il diritto di voto - possano assumere rilievo ai fini della disciplina di cui alla legge 149/92, precisando che, al contrario, tale rilevanza sopravvenga solo quando si verifichi la riunione dell'usufrutto alla nuda proprietà.

In risposta ad un quesito riguardante la sussistenza dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto nell'ipotesi di conferimento di azioni ad un patto di sindacato, la Commissione ha osservato che l'operazione, ove non comporti un acquisto di azioni, ma un mero conferimento di quelle esistenti nel patrimonio dei partecipanti all'accordo, non assume rilievo ai fini dell'applicazione della normativa sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

In relazione a possibili comportamenti elusivi della legge 149/92, è stata affrontata la questione dell'applicabilità della disciplina delle offerte pubbliche obbligatorie ad un'operazione di fusione. Nella circostanza, la Commissione ha

affermato l'insussistenza, in capo alla società incorporante, di un obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni della società incorporata, per la radicale incompatibilità di tale fattispecie con il presupposto di applicazione della legge 149/92: nel caso di fusione per incorporazione, difatti, determinandosi la riduzione ad unità dei patrimoni e delle organizzazioni sociali, la società incorporata perde la propria individualità giuridica; la situazione di controllo significativa ai sensi dell'art. 10, legge 149/92, al contrario, presuppone l'esistenza di due soggetti distinti, uno dei quali sia in grado di "dominare" l'attività sociale dell'altro attraverso una partecipazione azionaria.

Sempre con riferimento ad un'operazione di fusione per incorporazione, l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto è stato escluso anche nei confronti delle azioni di eventuali società controllate dalla società incorporata. In particolare, la Commissione, dopo aver ribadito che il presupposto per la rilevanza di un'operazione ai fini dell'applicabilità dell'art. 10 consiste nell'intenzione di acquisire la partecipazione rilevante (sia essa di controllo o di maggioranza relativa), ovvero nell'avvenuta volontaria acquisizione di tale partecipazione, ha osservato come l'acquisizione al patrimonio della società incorporante delle partecipazioni della società incorporata, essendo un effetto automatico della fusione, non può essere di per sé qualificabile quale autonomo atto di volontà di acquisizione delle suddette partecipazioni. Ciò a meno che non sussistano ulteriori elementi dai quali risulti che l'intera operazione sia finalizzata non alla realizzazione della fusione, ma all'acquisizione del controllo delle società controllate dalla società incorporata, in elusione, quindi, delle norme in materia di offerte pubbliche obbligatorie.

Alcune recenti pronunce giudiziarie hanno, inoltre, mostrato di recepire l'orientamento interpretativo assunto dalla Commissione relativamente al caso di acquisto di azioni da parte di istituti di credito in esecuzione di un piano di salvataggio. In base a tale orientamento - del quale si è già dato conto nella Relazione sull'attività di questa Commissione per l'anno 1994 - la normativa sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie è stata ritenuta non applicabile a quelle ipotesi in cui l'acquisto

di azioni di una società fosse avvenuto con l'intento non di assumerne il controllo, ma esclusivamente di favorirne il riequilibrio economico-patrimoniale, con il conseguente recupero dei crediti vantati nei confronti della stessa. Non si tratta, dunque, di un caso di esonero dall'applicazione della legge 149/92 (esonero che, peraltro, sulla base della normativa attualmente in vigore, la Commissione non avrebbe il potere di disporre), bensì del riconoscimento dell'insussistenza, nella fattispecie concreta presa in esame, di tutti i presupposti previsti dalla legge per l'applicazione della normativa sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. Sul punto, la Commissione ha avuto occasione di precisare, da un lato, che la non applicazione della normativa sulle offerte pubbliche di acquisto deve intendersi limitata alle sole quote di pertinenza degli istituti di credito aderenti al piano di salvataggio; dall'altro che la soglia di maggioranza relativa - rilevante ai fini della sussistenza dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto in capo ad eventuali soggetti diversi da quelli aderenti al piano di salvataggio - deve essere determinata senza considerare le quote da questi ultimi possedute.

Sulla base dell'esperienza maturata in questi primi anni di applicazione della legge 149/92, la Commissione ha elaborato una proposta complessiva di modifica della disciplina attualmente in vigore.

Un primo aspetto di tale proposta intende affrontare una delle esigenze di modifica della legge 149/92 oggi maggiormente avvertite, ossia quella di giungere ad una semplificazione dei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie. L'attuale normativa ricollega tale obbligo all'intenzione di raggiungere il controllo della società (Opa preventiva) o all'avvenuto raggiungimento dello stesso (Opa successiva), sia che si tratti di controllo di diritto che di fatto, esercitato in assemblea ordinaria da un soggetto o tramite un sindacato di voto, come prevede l'art. 10, comma 2, della legge 149/92. Nelle società in cui non sia individuabile un azionista o un patto di sindacato di controllo, l'obbligo deriva dal conseguimento della quota di maggioranza relativa, anch'essa detenuta da un soggetto o tramite un sindacato di voto. Tale meccanismo necessita di una continua opera di monitoraggio e di aggiornamento delle

soglie rilevanti da parte della Commissione, in quanto richiede che per ogni società venga verificata l'esistenza di un azionista di controllo o identificata la soglia di maggioranza relativa: chi opera sul mercato, quindi, deve fare riferimento a valori potenzialmente soggetti ad una continua variabilità, con l'ulteriore difficoltà derivante dalla possibilità che la società presenti forme di controllo di coalizione non esplicite che, quindi, ostacolano la corretta identificazione delle soglie rilevanti. Allo scopo di porre rimedio a tale situazione, una delle proposte di modifica dell'attuale normativa avanzate dalla Commissione consiste nell'introduzione di una soglia percentuale unica (la cui entità potrebbe essere ricompresa tra il 25 ed il 33 per cento), calcolata sulle azioni che conferiscono diritti di voto in assemblea ordinaria, alla quale collegare l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, così come previsto, peraltro, dalle principali normative europee. Alla Commissione verrebbe, peraltro, attribuito il potere di individuare, avuto riguardo alle esigenze di tutela del pubblico risparmio sottese alla normativa stessa, una soglia inferiore per quelle società che presentino una particolare struttura azionaria.

Altra innovazione contenuta nella proposta di riforma della legge 149/92 che merita di essere menzionata è l'abrogazione dell'offerta pubblica cosiddetta "incrementativa" del semicontrollo, attualmente prevista dall'art. 10, comma 7, della legge 149/92. Tale proposta si comprende ove si consideri che finalità di questa figura di Opa - che non ha, ad oggi, mai trovato applicazione - in effetti, non è tanto quella di imporre un'offerta pubblica di acquisto a tutela degli azionisti di minoranza, bensì di scoraggiare l'acquisizione del controllo mediante tecniche diverse da quelle dell'Opa preventiva o successiva, impedendo, così, le scalate cosiddette "occulte".

A fronte dell'abrogazione dell'offerta pubblica incrementativa del semicontrollo, inoltre, si propone l'introduzione di una nuova figura di offerta pubblica incrementativa, del tutto differente dalla precedente, che operi nei confronti di chi intenda acquistare o abbia acquistato più del 2 per cento dei diritti di voto, muovendosi tra la soglia unica predeterminata ed il 50 per cento del capitale sociale. La sua

previsione appare indispensabile al fine di disciplinare gli eventuali acquisti successivi all'acquisizione di una partecipazione rilevante rispetto alla soglia unica predeterminata, e finalizzati al raggiungimento del controllo di società aventi titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto.

Va segnalato, ancora, come tale progetto di modifica della legge 149/92 preveda l'introduzione della nozione di "azione di concerto" al fine di dare rilievo, nell'individuazione dei soggetti che detengono la partecipazione rilevante o che intendono acquisirla, alle diverse forme di accordo coalizionale attraverso le quali si può realizzare il controllo della società.

Per impedire automatismi nell'imposizione dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, si suggerisce, inoltre, di inserire nella legge un compiuto sistema di deroghe, in modo tale che la normativa operi soltanto qualora sia effettivamente presente l'esigenza di assicurare pari opportunità economiche a tutti gli azionisti. Tale obiettivo può essere raggiunto, avuto riguardo alle principali normative straniere, tramite due distinte innovazioni: l'inserimento nella legge di alcune ipotesi di irrilevanza dell'obbligo ulteriori rispetto a quella delle operazioni infragruppo attualmente prevista (ad esempio nel caso di acquisizione a titolo gratuito), nonché l'attribuzione alla Consob del potere di concedere deroghe nei casi che saranno previsti in termini generali dalla legge.

Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione

Il rapporto tra le imprese e la borsa italiana nel corso del 1995, a fronte di un andamento negativo del mercato azionario, presenta interessanti elementi di rivitalizzazione. Dal lato dell'offerta, si assiste alla quotazione ufficiale di un numero considerevole di società di medio-piccola dimensione operanti nei settori industriali, che rappresenta un segnale positivo verso una migliore rappresentatività dell'economia reale (Tav. al.2). Complessivamente, il saldo tra società iscritte (14) e cancellate (16)