



**Sistema dei controlli e diritto dell'impresa  
Seminario per gli 80 anni di Guido Rossi**

**(Università Roma III, 22 marzo 2011)**

Luca Enriques \*

***Guido Rossi e la regolazione del mercato***

---

\* Le opinioni espresse sono strettamente personali e non vincolano in alcun modo la Consob.

Nello svolgere alcune considerazioni sulla regolazione del mercato mi pare utile adottare come criterio di analisi l'attenzione da sempre manifestata da Guido Rossi, come studioso e *civil servant*, al corretto funzionamento del mercato quale sistema che permette di orientare in modo efficiente i comportamenti di un numero indefinito di partecipanti. È la sua tensione ideale verso il mercato come elemento essenziale e centrale della vita economica di una società che ha condotto Guido Rossi a battersi per la rimozione degli ostacoli che impediscono l'efficiente operare dell'incontro tra domanda e offerta.

Le dure critiche rivolte negli anni da Guido Rossi al concreto funzionamento del mercato – non solo finanziario e non solo italiano – hanno riguardato l'abuso dei suoi meccanismi da parte di soggetti in grado, grazie al proprio potere e alla propria influenza, di piegarne al proprio tornaconto la reale funzione. Abuso che può assumere varie sembianze: dall'imposizione, da parte di alcuni grandi operatori, di regole (non solo contrattuali) formalmente generali, ma sostanzialmente redatte a piacimento di alcuni, fino al diffuso sfruttamento dei conflitti di interessi immanenti al mercato; dalla volontà di conservare i mercati finanziari in uno stato asfittico per impedire che essi divenissero un effettivo canale di finanziamento alternativo al tradizionale credito bancario fino alla tendenza della politica a violare le regole del mercato nel momento in cui i meccanismi di quest'ultimo si rivelano non funzionali ai suoi interessi e disegni.

Non quindi critiche al mercato in quanto tale ma, al contrario, critiche al concreto operare del mercato così come risultante dall'interazione di poteri in grado di lederne le caratteristiche basilari di funzionamento. Le amare osservazioni di Guido Rossi hanno riguardato temi assai disparati, ma se con qualche inevitabile semplificazione si volesse ricostruire un filo conduttore che le colleghi tra loro si potrebbe forse affermare che l'impegno intellettuale e civile di Guido Rossi è stato prevalentemente diretto a contrastare le *rendite di posizione* che hanno piegato ai propri fini i meccanismi di mercato, impedendo a quest'ultimo di svilupparsi compiutamente.

Ciò è evidente – ed è fin troppo ovvio constatarlo – se solo si pensa al contributo determinante reso da Guido Rossi alla redazione della legge *antitrust* (l. 287/90, significativamente denominata “norme per la *tutela* della concorrenza e *del mercato*”). Ma

la medesima linea interpretativa collega anche gli interventi di Guido Rossi – come sempre non solo da accademico ma pure da policymaker e da polemista – che hanno riguardato un mercato tra quelli che egli stesso ha considerato “mercati periferici”<sup>1</sup>: la Borsa. Due esempi per tutti. Il primo: Guido Rossi è stato per anni, ben prima dell’introduzione della legge 157/91, un fautore della regolazione dell’*insider trading*, da lui considerato un comportamento in grado di ledere gravemente il funzionamento del mercato. L’*insider* beneficia infatti di una rendita di posizione (l’accesso privilegiato all’informazione *price sensitive*) dalla quale gli altri operatori del mercato restano esclusi. Il secondo esempio: l’attenzione di Guido Rossi alla contendibilità delle società quotate e la conseguente avversione, manifestata anche in tempi recenti, alle misure antiscalata, considerate come uno strumento di protezione delle rendite di posizione dei gruppi di comando di volta in volta in carica.

È in effetti costante, nell’opera di Guido Rossi, la preoccupazione per l’attitudine delle regole a rafforzare, anziché a ridurre, il ruolo degli *incumbent*. In assenza di un mercato pienamente concorrenziale, privo delle distorsioni causate dall’influenza dominante di alcuni soggetti, anche l’attribuzione di un ruolo più pregnante alla contrattazione privata è stata da lui guardata con sospetto. Ne sono un esempio le critiche rivolte alla riforma delle società di capitali del 2003, critiche che hanno riguardato soprattutto la disciplina delle società aperte e l’eccessiva (a giudizio di Guido Rossi) libertà negoziale lasciata alle parti: nelle società quotate e diffuse, infatti, la posizione di forza (e quindi ancora una volta di rendita) dei gruppi di comando rende di fatto impossibile lo svilupparsi di una vera contrattazione<sup>2</sup> ad armi pari tra gli attori del mercato, cosicché la libertà negoziale può tramutarsi, di fatto, nella legittimazione formale e nella cristallizzazione di rapporti di forza *ab origine* squilibrati.

Maggior fiducia è stata quindi da sempre riconosciuta, nell’insegnamento di Guido Rossi, alle previsioni in grado di ristabilire le condizioni necessarie perché il mercato possa operare in modo corretto e, tra queste, in primo luogo, alla trasparenza, spesso indicata come il rimedio da privilegiare per limitare le rendite di posizione dei gruppi di comando. In

---

<sup>1</sup> La scalata del mercato, 1986, p. 17. Si tratta dei mercati nei quali il prezzo non ha l’effetto di influenzare direttamente la produzione di beni e servizi.

<sup>2</sup> Virtù del mercato e scetticismo delle regole, 2003, p. 26 s.

questo senso si collocano non solo i riconoscimenti dei progressi registrati dalla Consob sotto il profilo dell'informativa societaria<sup>3</sup>, ma anche l'attenzione dedicata da almeno trent'anni ai limiti alla trasparenza che affliggono i meccanismi di formazione dei prezzi dei mercati finanziari, soprattutto in assenza di obblighi di concentrazione degli scambi<sup>4</sup>: la centralità del tema e la lucidità della lettura di Guido Rossi sono evidenti se si considera che si è da poco chiusa una consultazione della Commissione europea in cui ci si interroga sui rimedi alle conseguenze, in termini di ridotta significatività dei prezzi, prodotte dalla frammentazione degli scambi derivante dalla Mifid<sup>5</sup>.

Al contrario, la constatazione che le regole possono in realtà corroborare le rendite di posizione favorendo l'arroccamento dei gruppi di comando ha reso Guido Rossi uno dei più lucidi critici della retorica della difesa dell'italianità delle imprese. Anche in questo caso, come spesso nel pensiero di Guido Rossi, l'analisi storica ha accompagnato la valutazione delle tendenze di politica normativa: in quest'ottica egli ha letto alcuni dei più importanti sviluppi della politica economica italiana a partire dalla legge bancaria del 1936<sup>6</sup> per arrivare, in tempi più recenti, alla protezione dalle scalate bancarie nel 2005 e all'emendamento al Tuf<sup>7</sup> (poi modificato in un secondo momento in senso più favorevole alla contendibilità<sup>8</sup>) diretto a rendere applicabile la *passivity rule* solo attraverso un *opt-in* statutario.

Una delle costanti rilevate da Guido Rossi nella politica economica del nostro Paese è senz'altro quella per cui dietro la tendenza dei gruppi di controllo a perpetrare la propria rendita di posizione si è occultato il tentativo della politica di orientare le scelte degli operatori privati, cosicché la difesa del controllo in capo a questi ultimi si è spesso tramutata nella conservazione, a vantaggio della prima, del potere di incidere, in una condizione di sostanziale opacità, sulle vicende economiche. Questo ruolo attivo della politica ha fatto sì che essa si muovesse spesso al di fuori delle regole di mercato, così da impedire, di fatto,

---

<sup>3</sup> La scalata del mercato, 1986, p. 110.

<sup>4</sup> La scalata del mercato, 1986, pp. 36 ss. e 118; Il mercato d'azzardo, 2008, p. 18.

<sup>5</sup> Consultation on the review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), 8 dicembre 2010, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/mifid_en.htm).

<sup>6</sup> La scalata del mercato, 1986, pp. 21 e 24.

<sup>7</sup> V. art. 13 d.l. n. 185 del 29 novembre 2008 convertito in legge n. 2 del 28 gennaio 2009.

<sup>8</sup> V. art. 1 d.lgs. n. 146 del 25 settembre 2009, in vigore dal 1° luglio 2010.

qualunque sviluppo in senso liberale dell'economia: Guido Rossi ha parlato, in un suo breve saggio del 1986, del passaggio da un'economia "mista" a un'economia "confusa"<sup>9</sup>, ad indicare tale impropria commistione di ruoli. Anche in occasione della recente crisi, del resto, Guido Rossi ha messo in guardia dal pericolo che riforme generali e interventi estemporanei potessero rappresentare uno strumento per una (ancor) più invadente presenza dello Stato nell'economia<sup>10</sup>. Lungo la stessa linea di pensiero, egli ha poi sempre guardato con grande sospetto all'uso disinvolto della politica monetaria<sup>11</sup>: il ruolo svolto dalla politica di bassi interessi negli anni 2000 dalla FED nel contribuire allo sviluppo della bolla scoppiata nel 2007-2008 avrebbe indicato, a distanza di anni, come il respiro di quelle osservazioni fosse tale da travalicare i confini nazionali, se solo si considera come la liquidità eccessiva a basso prezzo abbia determinato, sia pur insieme ad altre concause, la tendenza alla sopravvalutazione di *asset* tra cui i mutui fondiari americani e i prodotti finanziari che cartolarizzavano tali mutui.

Tra gli strumenti che permettono la conservazione di rendite, Guido Rossi non ha mai mancato di indicare, con critiche particolarmente accese, gli strumenti di separazione del controllo dalla proprietà dell'impresa<sup>12</sup>. Egli ha infatti da tempo ricordato che i *control enhancing mechanism* permettono l'estrazione di benefici privati a danno degli investitori di minoranza (o, peggio, di "maggioranza silenziosa"), tanto da arrivare a prospettare l'abolizione radicale: celebre in effetti la proposta (volutamente provocatoria tanto da essere definita "leninista" dallo stesso Guido Rossi) di vietare i patti di sindacato<sup>13</sup>.

Non si può peraltro non rilevare come il nostro ordinamento appartenga tradizionalmente a quelli in cui più alte sono le rendite di posizione, secondo le misurazioni che sono state tentate con diverse metodologie, ma sia, al contempo, tra quelli in cui, sulla carta, maggiori sono le limitazioni ai meccanismi di separazione tra proprietà e controllo. Basti pensare alla c.d. *mini-breakthrough rule* (che consente di recedere dai patti di sindacato nel momento in cui scatta un'offerta pubblica di acquisto), alla *passivity rule*

---

<sup>9</sup> La scalata del mercato, 1986, p. [...].

<sup>10</sup> <http://beta.partitodemocratico.it/doc/63801/guido-rossila-cattiva-politica-fa-solo-danni-il-governo-resti-fuori-dalle-banche.htm>

<sup>11</sup> La scalata del mercato, 1986, pp. 9 e 145.

<sup>12</sup> Il mercato d'azzardo, 2008, p. 39 s. e 55 ss.

<sup>13</sup> <http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2006/02/19/patti-di-sindacato-meglio-abolirli.html>

(inderogabile fino a tutto il 2008 ma ora comunque prevista come regola di *default*), alle regole sul voto di lista (che possono permettere agli *outsider* l'accesso agli organi di amministrazione e controllo), al divieto emettere azioni a voto multiplo, ai limiti all'emissione di azioni a voto limitato o senza diritto di voto, a quelli alle partecipazioni reciproche e, da ultimo, anche alla ora più aperta disciplina della sollecitazione di deleghe.

In realtà, qualunque vincolo ai meccanismi di separazione tra proprietà e controllo continuerà ad essere aggirato, finché gli incentivi all'adozione di questi assetti societari rimarranno elevati. E gli incentivi rimarranno elevati finché saranno elevati i benefici privati che i controllanti sono in grado di estrarre dalle società che dominano.

Per esempio, molti dei vincoli che ho citato sono facilmente aggirabili mediante la creazione di gruppi piramidali: è praticamente impossibile vietarli (e anche Guido Rossi, che pure quindici anni fa aveva fatto una proposta in questa direzione, in anni più recenti lo ha riconosciuto, criticando proposte in tal senso) e sono anche più opachi e problematici di altri strumenti, come ad esempio le azioni senza diritto di voto.

E in effetti i vincoli e i divieti fino ad ora introdotti con riguardo ai meccanismi di separazione tra proprietà e controllo non hanno consentito, di fatto, un ricambio della proprietà delle imprese e, quindi, una riduzione delle rendite di posizione connesse a tale controllo: è quindi sostanzialmente fallito il tentativo di rendere le società quotate contendibili per legge. Esiste peraltro una strada alternativa: la riduzione degli incentivi di carattere espropriativo alla conservazione del controllo, seguendo una lettura opposta dei rapporti di causa-effetto tra "espropriazione" e separazione tra proprietà e controllo. In questo senso si è orientato il regolamento in materia di operazioni con parti correlate adottato nel 2010 dalla Consob.

Lo strumento impiegato a tal fine è stato in primo luogo un notevole rafforzamento della trasparenza delle operazioni con parti correlate: una soluzione, questa, a lungo indicata da Guido Rossi come rimedio elettivo contro le storture del mercato. Sono infatti ora richieste indicazioni precise sulla convenienza economica delle decisioni adottate in conflitto d'interessi, sui rapporti con i consulenti esterni che hanno accompagnato la società nel definire i termini dell'operazione e, addirittura, sulle eventuali *dissenting opinion* rilevate tra gli amministratori.

Forse meno condivisibile, per il Professore, il secondo strumento usato dalla Consob, ossia gli amministratori indipendenti, già da lui definiti, come noto, “*financial gigolò*”. Sul ruolo degli amministratori indipendenti nell’approvazione di operazioni con parti correlate però a mio avviso ha ragione un altro nostro ex collega commissario Consob, Marco Onado, secondo cui gli amministratori indipendenti sono come la vecchiaia: una gran brutta cosa, ma l’alternativa è peggio. Qui le alternative sono due: far approvare le operazioni dagli amministratori esecutivi (e dunque dal socio di controllo) o dagli azionisti di minoranza in assemblea. Ossia: o nessuna regola o una regola politicamente inaccettabile.

Del resto, non mi risulta che Guido abbia mai lanciato i suoi strali (ed è noto che “*he pulls no punches*”) contro le regole Consob, almeno pubblicamente. Mi illudo che il suo silenzio sia più di assenso che di diniego.

Per la Consob ora si apre una fase nuova. Dopo la disciplina delle operazioni con parti correlate, nelle prossime settimane verranno approvate in via definitiva le norme in materia di opa, che pure si occupano di operazioni potenzialmente espropriative per le minoranze, quali i trasferimenti, totali o parziali, del controllo e le offerte finalizzate al delisting. Anche in questo caso verrà accresciuto il rigore della disciplina.

Certo, siamo lontani dall’aver un sistema di tutele degli investitori pienamente adeguato. Tuttavia, l’ordinamento italiano si è avvicinato agli standard migliori a sufficienza per chiedersi se nel frattempo una legislazione alluvionale e scoordinata non abbia margini di razionalizzazione e semplificazione.

A questo proposito è stato istituito un tavolo di lavoro *ad hoc*, che coinvolge anche i rappresentanti dei risparmiatori e delle imprese, e che si è riunito ieri a Milano per la prima volta. I criteri a cui ci si ispirerà saranno:

- *la proporzionalità*: occorre privilegiare le soluzioni ragionevolmente idonee a conseguire le finalità dell’atto di regolazione con i minori oneri aggiuntivi per i destinatari e, dunque, per gli investitori finali;
- *la semplicità e la chiarezza*: occorre rafforzare la comprensibilità dell’apparato normativo e agevolare l’applicazione delle norme sia da parte dei soggetti vigilati sia da parte della Consob;
- *la non duplicazione degli oneri*: laddove due o più discipline si sono affiancate le une alle altre nel corso del tempo per affrontare sotto profili diversi lo stesso aspetto

critico per la tutela degli investitori, è opportuno chiedersi se alcuna di esse non sia nel frattempo stata resa superflua dalle successive;

- *l'efficienza dell'azione di vigilanza*: la vigilanza non può aspirare a prevenire e/o anche solo reprimere ogni possibile comportamento illecito: le risorse da destinarvi sono necessariamente insufficienti allo scopo; se si prende atto di ciò, è preferibile concentrare lo sforzo regolamentare sulle aree a più elevato valore aggiunto a fini di tutela dell'investitore, evitando la dispersione di risorse che altrimenti si renderebbe necessaria;
- *l'invarianza del livello complessivo di tutela degli investitori*: gli interventi di semplificazione devono raggiungere gli obiettivi di cui sopra avendo cura di assicurare che il sistema normativo nel suo complesso mantenga un adeguato livello di tutela degli investitori.

L'auspicio è che gli effetti benefici di questa semplificazione possano farsi sentire in più ambiti. In primo luogo, il miglioramento del quadro regolamentare potrebbe accrescere la propensione alla quotazione delle imprese italiane, anche se non può essere dimenticato l'insegnamento di Guido Rossi per cui il bancocentrismo della finanza italiana rappresenta di per sé un forte ostacolo, tra quelli, ben più significativi, di carattere non normativo, allo sviluppo di un mercato dei capitali più sviluppato.

In secondo luogo, rilevanti benefici potrebbero derivare da una definizione più organica dei controlli societari, oggi frutto di una tecnica legislativa che ha proceduto senza alcuna coerenza sistematica, come denunciato dallo stesso Guido Rossi con specifico riferimento alla legge sul risparmio<sup>14</sup>: l'aver proceduto, negli anni passati, attraverso un affastellamento di disposizioni disparate ha in effetti creato sovrapposizioni e, inevitabilmente, gravi rischi di deresponsabilizzazione reciproca. Un sistema, quindi, che ha moltiplicato i costi e forse ridotto l'efficienza complessiva dei controlli.

In terzo luogo, infine, gli interventi dovrebbero condurre ad alcuni adeguamenti della disciplina dell'informativa societaria, un aspetto che, come già ricordato, Guido Rossi ha sempre considerato determinante per il buon funzionamento del mercato.

---

<sup>14</sup> La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa, 2006, 2.



L'auspicio mio personale è che anche in quest'opera si possa procedere, se non con il consenso autorevole, perlomeno con il benevolo silenzio del grande giurista e *policymaker* che oggi festeggiamo.