

Carlotta D'Este

**TUTELA DEGLI INTERESSI ISTITUZIONALI E
COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA**

**ORIENTAMENTI DOTTRINALI E ISTANZE OPERATIVE
ALLA LUCE DEL PROCESSO DI ARMONIZZAZIONE
DELL'UNIONE EUROPEA**

INDICE

1.

INTRODUZIONE

1.1	Premessa.....	1
1.2	Oggetto della ricerca: obiettivi e premesse metodologiche	3

2.

IL RICONOSCIMENTO DEL SOGGETTO ECONOMICO E GLI STRUMENTI PER LA TUTELA DEGLI INTERESSI ISTITUZIONALI

2.1	Premessa	11
2.2	Le differenti configurazioni di soggetto economico	13
2.3	Dalla nozione di soggetto economico a quella di portatori di interessi istituzionali e assetti proprietari.....	24
2.4	Strumenti di tutela degli interessi istituzionali	30
2.4.1	Corporate governance	31
2.4.2	Comunicazione economico finanziaria.....	40
2.5	Prime considerazioni tratte dall'analisi degli orientamenti dottrinali	60

3.

ISTANZE OPERATIVE NELLA TUTELA DEGLI INTERESSI ISTITUZIONALI: EVIDENZE EMPIRICHE

3.1)	Premesse concettuali alle ricerche empiriche sulla comunicazione economico-finanziaria	64
3.2)	Le ricerche empiriche relative all'offerta di comunicazione economico-finanziaria.....	76
3.3)	Le ricerche empiriche relative alla domanda di comunicazione economico-finanziaria.....	94
3.4)	Elementi di giudizio emersi dalle evidenze empiriche	115

4.

IL PARADIGMA EUROPEO DELLA TUTELA DEGLI INTERESSI ISTITUZIONALI ATTRAVERSO LA COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA

4.1	Principi informativi e obiettivi del piano di azione dell'Unione Europea	121
4.2	Gli interessi meritevoli di tutela nel quadro d'azione comunitario	130
4.3	Corporate Governance	138
4.4	Disclosure	145
4.5	Valutazioni di sintesi emerse da una visione complessiva del quadro d'azione comunitario.....	151

5.

IL RECEPIMENTO DELLE DIRETTIVE EUROPEE NEL SISTEMA GIURIDICO ITALIANO

5.1	Rapporti tra ordinamento giuridico italiano e orientamenti comunitari nella tutela degli interessi.....	157
5.2	Il rafforzamento dei poteri delle autorità di vigilanza sul mercato finanziario nel contesto nazionale	171
5.3	Disciplina dell'attività di direzione e coordinamento: evidenze empiriche.....	174
5.4	Spunti di riflessione relativi all'evoluzione dell'orientamento italiano nella tutela degli interessi	183

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	189
--	------------

BIBLIOGRAFIA	194
---------------------------	------------

ALLEGATI	207
-----------------------	------------

CAPITOLO PRIMO

INTRODUZIONE

1.1. Premessa – 1.2. Oggetto della ricerca: obiettivi e premesse metodologiche

1.1. PREMESSA

I cambiamenti intercorsi negli ultimi decenni nei mercati finanziari e reali, successivi all'ampliamento dell'attività economica su scala globale, hanno indotto Studiosi ed organismi pubblici e privati ad una riconsiderazione del rapporto dialettico tra le aziende e l'ambiente nel quale esse operano. In particolare, una nuova attenzione è stata rivolta ai soggetti che con le imprese interagiscono secondo differenti modalità e per molteplici ordini di ragioni. Le difformi istanze che pervengono all'azienda dal parte del pubblico degli interlocutori, unitamente alla consapevolezza della rilevanza di questi in ordine al mantenimento di capacità competitive adeguate al contesto internazionale, hanno condotto in primo piano le riflessioni inerenti gli interessi meritevoli di tutela e gli strumenti idonei a tale fine.

L'individuazione delle attese primarie convergenti nell'impresa costituisce un argomento ampiamente dibattuto da larga parte della dottrina economico-aziendale. In tale processo analitico sono infatti da ravvisarsi le premesse logiche implicite all'impostazione adottata nelle relazioni tra azienda e individui, e nella disciplina normativa e di autoregolamentazione ad esse indirizzata. Il concetto di soggetto economico, così come delineato dai Maestri, rappresenta in tal senso il punto nodale a partire dal quale muovere l'indagine relativa agli interessi istituzionali ed all'evoluzione che ha conosciuto nel corso del tempo l'interpretazione datane di volta in volta, al fine di porre in luce eventuali cambiamenti e specificazioni, nonché le implicazioni correlate a tale spostamento di prospettiva. Questi aspetti si connettono e si intrecciano in un rapporto di reciproca determinazione con il processo di interpretazione

delle problematiche progressivamente emerse in merito allo svolgimento dell'attività aziendale e con le soluzioni elaborate in ambito sia accademico, sia regolamentare. Il comprovato legame intercorrente tra crescita dei mercati finanziari, efficienza delle imprese in essi attive e tutela dei soggetti che vi operano, ha posto in evidenza la vitale necessità di garantire adeguati presidi a questi ultimi in vista di più ampi obiettivi di crescita economica.

In quest'accezione, una funzione centrale è svolta dalla comunicazione economico-finanziaria, quale efficace strumento teso a garantire una maggiore trasparenza gestionale e, per tale via, livelli di protezione maggiormente in linea con le attese degli attori del mercato.

L'analisi condotta, in termini economico-aziendali, nella presente trattazione è stata pertanto rivolta all'ambito inerente il concetto di soggetto economico ed i caratteri ad esso propri, in rapporto a prerogative, diritti e responsabilità ad esso riconosciuti, al fine di indagare il ruolo della comunicazione economico-finanziaria in relazione alla protezione degli interessi istituzionali. A tale proposito, pare opportuno fornire alcune precisazioni in merito agli oggetti di analisi dianzi menzionati. In primo luogo, l'accezione stessa di soggetto economico assume differenti connotazioni e sfumature in rapporto sia agli ambiti di riferimento, sia all'evoluzione esperita dal contesto economico, in particolare negli ultimi decenni. Secondariamente, la nozione di comunicazione e, nello specifico, la comunicazione economico-finanziaria si distingue per l'ampiezza dei significati e dei contenuti ad essa attribuiti. Ciò rende di primaria importanza il preventivo chiarimento degli elementi in esame e la prospettiva di osservazione, al fine di circoscrivere il campo di indagine e di palesare le logiche sottese alla trattazione.

La specificazione dell'oggetto di studio e degli scopi perseguiti tramite lo stesso consentono infatti di rendere evidenti i limiti e le ipotesi informatrici del presente lavoro, al cui fine la descrizione della metodologia della ricerca apporta un significativo contributo in termini conoscitivi¹.

¹ In merito al tema della metodologia della ricerca, pur avendo fatto prevalente riferimento nel presente lavoro alla trattazione offertane dal Ferraris Franceschi, pare comunque opportuno ricordare che esso costituisce un argomento ampiamente dibattuto da autorevole dottrina. A tal proposito si citano, a titolo di esempio, CARAMIELLO (1965); FERRARIS FRANCESCHI (1998); ONIDA (1951); POLONELLI (1984).

1.2. OGGETTO DELLA RICERCA: OBIETTIVI E PREMESSE METODOLOGICHE

Nel condurre una ricerca di carattere scientifico, risulta essenziale la definizione di un impianto logico che ne delinei chiarezza e coerenza di fondo². La prodromica pianificazione della metodologia secondo la quale procedere nell'esame della materia affrontata rappresenta pertanto *“una variabile strategica ... in grado di incidere direttamente sulla qualità del processo di indagine”*³, in quanto tale primo momento consente di stabilire con consapevolezza e razionalità l'insieme delle ipotesi e delle scelte necessarie alla corretta impostazione del lavoro. Si tratta, infatti, di individuare e rendere esplicite le procedure concettuali che danno corpo allo svolgimento dell'analisi, ed alla successiva sintesi, attraverso modalità di indagine che siano conformi agli scopi perseguiti⁴.

In particolare, un'attenta definizione della metodologia si qualifica come strumento efficace al duplice intento⁵ di consentire l'interpretazione critica⁶ dei contributi elaborati dalla dottrina, da un lato, e di procedere all'enucleazione di nuovi contenuti attraverso un approccio consequenziale e sistematico⁷, la cui configurazione non è data in modo preconstituito, ma richiede un costante riferimento alle problematiche peculiari dello studio intrapreso. Ciò sta a significare che la metodologia applicata nello svolgimento di una data ricerca non può essere legata ad un complesso di regole rigidamente definite a priori, quanto piuttosto si connota come un insieme di atteggiamenti cognitivi e schemi logici atti ad

² *“L'unico elemento in grado di permettere il raggiungimento dell'obiettività come scopo della ricerca è il metodo impiegato nell'indagine, il quale impone a chi indaga di procedere con chiarezza distinguendo le ideologie dalle teorie, i concetti dalle ipotesi e dalle intuizioni”*. FERRARIS FRANCESCHI (1998: 67).

³ FERRARIS FRANCESCHI (1998: 3).

⁴ *“Il metodo di ricerca – che è unico – costituisce la sola base logica capace di garantire la razionalità tendenziale e la validità nel tempo di quanto è stato elaborato”*. FERRARIS FRANCESCHI (1998: 55).

⁵ Cfr. FERRARIS FRANCESCHI (1998: 5 e ss.).

⁶ *“I principi, i concetti, gli schemi composti dall'astrazione teorica sono fecondi non tanto per i risultati ai quali direttamente pervengono, quanto perché rafforzano la capacità di indagare, consentono di rendersi ragione dei metodi già seguiti e ne stimolano l'applicazione a nuove e più fruttuose ricerche”* ZAPPA (1962: 31).

⁷ *“... La metodologia nella ricerca ha una valenza analitica ed euristica ed in questo aspetto può essere intesa come il complesso delle procedure logiche generalizzabili e delle componenti intuitive non codificabili che costellano un processo di indagine”*. FERRARIS FRANCESCHI (1998: 5).

indirizzare l'attività di indagine secondo rigore⁸. In base a quanto appena affermato, l'economia aziendale, quale scienza empirica⁹, richiede che lo studio dei fenomeni dalla stessa riguardati si fondi su precise e ben definite premesse metodologiche, inerenti l'oggetto della ricerca. Quest'ultimo, essenziale alla comprensione della portata della trattazione e soprattutto alla circoscrizione del campo cui questa si riferisce, può essere chiarito attraverso la definizione di due variabili determinanti, da individuarsi negli obiettivi e nel metodo di indagine.

Per quanto riguarda il primo elemento, occorre precisare come esso rivesta importanza nel determinare la prospettiva adottata nello stesso processo di ricerca, influenzando in tale modo i risultati perseguiti. In tale accezione il presente studio, rientrando nell'ambito dell'economia aziendale, ne condivide l'intento di giungere all'elaborazione di ipotesi atte a interpretare e spiegare i fenomeni riscontrati, attraverso l'osservazione dei rapporti causali in essere tra gli stessi.

Nello specifico, l'indagine svolta mira a verificare il contributo effettivo apportato dalla comunicazione economico-finanziaria alla tutela degli interessi istituzionali, in un contesto caratterizzato da crescita dimensionale delle imprese e dall'internazionalizzazione dei mercati finanziari. Più in dettaglio, l'obiettivo risiede nel riscontro della valenza della trasparenza societaria all'interno del processo di armonizzazione intrapreso negli ultimi decenni dall'Unione Europea, così come successivamente recepito nel contesto italiano. Ciò dovrebbe consentire di individuare una corrispondenza tra quanto enunciato sul piano teorico e le tendenze in atto a livello internazionale, all'interno di un percorso teso alla convergenza e alla condivisione delle pratiche societarie ritenute più efficaci in tale ambito.

Sebbene il tema concernente le differenti e molteplici attese convergenti nelle aziende sia stato ampiamente sviluppato in dottrina, nondimeno esso presenta aspetti di interesse in relazione all'evoluzione conosciuta dalle nozioni di soggetto economico, e di interesse istituzionale, all'interno dei recenti sviluppi del contesto economico e nel rapporto dialettico che attualmente coinvolge aziendalisti da un lato e giuristi dall'altro, come

⁸ "... Percorrere le diverse fasi di un'indagine delle quali si è consapevoli non equivale certo a disporre in via automatica delle regole ottimali per raggiungere risultati scientifici soddisfacenti.; questi, invece, sono in non poca misura legati alla componente intuitiva e creativa". FERRARIS FRANCESCHI (1998: 4).

⁹ "La scienza dell'amministrazione economica d'azienda, ossia dell'economia di azienda, si è saldamente affermata, sia pure per diverse tendenze e con diversi limiti, in parecchi Paesi" ZAPPA (1962: 2).

testimoniato dall'affermarsi della disciplina nota come giuseconomia. Tale fenomeno è dovuto alla natura dell'economia aziendale, disciplina inerente una realtà soggetta a continua mutazione¹⁰, per la quale la reciproca interrelazione con ambiente e attori di mercato si modifica e connota in rapporto a profilo e momento di indagine. Ciò ha comportato una definizione non univoca di quelli che di volta in volta sono stati considerati quali interessi primari e, per siffatta ragione, meritevoli di tutela da parte del sistema economico-giuridico.

Un discorso affine, anche se parzialmente differente, può essere proposto in merito al concetto di comunicazione economico-finanziaria. Il processo di elaborazione e divulgazione di informazioni all'esterno si presenta composito e variamente circoscrivibile, potendosi dare difformi tassonomie della comunicazione medesima, in termini di contenuti, destinatari e periodicità. Anche in merito a tale aspetto, pertanto, risulta utile ai fini della presente ricerca tentare una delimitazione dell'ambito di indagine in ordine all'impostazione dei aspetti conoscitivi ricercati.

In seguito a simili considerazioni la presente ricerca è stata indirizzata, da un lato, all'esame di soggetto economico ed attese ad esso riferibili, e muove dapprima dalla nozione elaborata da alcuni illustri Autori per i quali esso può essere inteso come *"l'insieme delle persone fisiche nell'interesse delle quali l'istituto è posto in essere e governato"*¹¹, per giungere ad una nozione ristretta dello stesso, in seguito alla circoscrizione dell'analisi alle società per azioni. La scelta effettuata scaturisce da considerazioni circa le peculiarità delle queste ultime, in relazione al diffuso ricorso al mercato dei capitali ed alla conseguente ampiezza dei soggetti variamente coinvolti dall'attività gestionale, in termini di risultati conseguiti e di modalità di partecipazione alla stessa. L'insieme degli azionisti si configura quale peculiare classe di portatori di interessi istituzionali, in relazione al rapporto teorizzato tra partecipazione al rischio e prerogative di governo.

¹⁰ L'economia aziendale si connota infatti per la natura di *"oggetto sperimentale in continuo divenire, ma caratterizzato da una indiscutibile continuità sostanziale, oltre che da una crescente complessità relativa sia alle strutture che l'unità produttiva ha assunto nel tempo, sia ai processi economici e valutativi in atto"*. FERRARIS FRANCESCHI (1998: 23).

¹¹ MASINI (1982: 41). Numerose sono in dottrina le definizioni fornite di soggetto economico, dai Maestri. Tra questi, pare opportuno citare Zappa per il quale esso è individuato come *"persona fisica o [...] gruppo delle persone nel cui prevalente interesse l'azienda è di fatto amministrata"*. ZAPPA (1962: 87).

D'altro lato, si è tentato di pervenire ad un chiarimento in merito alla definizione di comunicazione economico-finanziaria, al fine di meglio focalizzare l'area di indagine. Ciò ha condotto all'interpretazione della stessa in senso ampio, estendendone cioè i confini oltre la nozione inerente la diffusione dei soli dati economico-finanziari *stricto sensu*, per comprendere in tale categoria l'insieme delle informazioni attinenti sia gli aspetti reddituali, patrimoniali e finanziari, sia quelli atti a fornire notizie in merito ad accadimenti d'azienda rilevanti e a funzionamento degli organi gestionali. La nozione definita comprende, in sintesi, il complesso delle notizie inerenti l'impresa, per loro natura idonee ad influenzare giudizio e processo decisionale degli operatori di mercato.

Lo studio così impostato, si volge alla comprensione della natura strumentale della comunicazione, come dianzi delineata, in rapporto all'instaurazione di meccanismi di tutela dei portatori di interessi primari, onde verificarne l'effettivo grado di efficacia rispetto alle istanze che concretamente si pongono nel contesto operativo. Ciò, come si dirà più avanti, è stato indagato anche alla luce del processo di armonizzazione intrapreso dall'Unione Europea.

Per quanto attiene il profilo metodologico, giova ripetere che tale aspetto rappresenta la seconda variabile atta a definire l'oggetto di una ricerca¹², in concorrenza con l'obiettivo preposto alla medesima. In dettaglio, la chiara programmazione ed enunciazione della metodologia applicata ad un determinato studio consente di ricondurre ad una visione sistemica i differenti momenti costitutivi della ricerca, non solo attraverso l'evidenziazione del sostrato concettuale su cui questa si costruisce, ma anche mediante l'evidenziazione di ipotesi e presupposti logici idonei a condizionarne i risultati¹³ ed a rappresentarne una chiave di lettura e interpretazione¹⁴. Tale procedimento si compone infatti di differenti fasi

¹² "Il contenuto sperimentale è una sorta di materiale inerte se non ci si avvicina ad esso applicando un metodo di ricerca che permetta di impossessarci dei suoi tratti più significativi. Da tutto ciò deriva... l'imprescindibile necessità di affrontare i problemi connessi all'attività di ricerca, impostando in termini metodologici e chiari [gli] argomenti affrontati...". FERRARIS FRANCESCHI (1998: 56).

¹³ "Le teorie economiche d'azienda sono valide solo entro i limiti di circostanze conformi alle premesse. Tuttavia le nostre teorie non possono mai posare nel sicuro asilo degli assiomi, sei postulati e dei dogmi". ZAPPA (1962: 29).

¹⁴ In tale prospettiva Ferraris Franceschi ritiene che il "compito che per natura spetta alla metodologia [consiste] nella rigorosa applicazione di strumenti logici i quali soltanto possono trasformare un insieme di cognizioni in una teoria scientifica, garantire un rapporto sistematico tra le teorie e la verifica empirica della loro validità". FERRARIS FRANCESCHI (1998: 61).

atte a garantirne il rigore dell'impostazione implicita nell'attività conoscitiva della realtà, scopo primario dell'economia aziendale¹⁵. I momenti qui accennati si snodano attraverso una sequenza logica precisa, da procedimenti induttivi che dall'osservazione del particolare¹⁶ consentono la formulazione di giudizi ipotetici, per poi affrontare in modo deduttivo la verifica di quanto osservato¹⁷.

Poste siffatte premesse, l'esame dei concetti di soggetto economico e interesse istituzionale è stato pertanto effettuato attraverso un primo processo deduttivo inteso a delineare la cornice teorica dottrinale, nell'alveo della visione sistemica dell'impresa espressa nell'economia aziendale a partire dalla quale trarre gli schemi concettuali per osservare i fenomeni riguardati. La concezione dell'azienda come complesso di elementi tra loro interdipendenti e coordinati consente di cogliere appieno il ruolo delle diverse parti e dei molteplici attori coinvolti nell'attività gestionale, onde trarre il fondamento delle prerogative e delle attese a questi ultimi riconosciute, cui si ricollegano i diritti e le forme di tutela loro accordate. In questa prospettiva, si è osservata inoltre l'evoluzione dei concetti in esame all'interno della letteratura economica più recente, con particolare riguardo alle enunciazioni della teoria dell'agenzia e dei contratti incompleti, incentrata sulla separazione tra proprietà e controllo nelle moderne società per azioni. In base a tale prospettiva concettuale, il rapporto esistente tra azionisti e *insider* si pone ad elemento costitutivo della posizione di debolezza dei primi, incapaci di esercitare le proprie prerogative di governo economico. Ciò ha portato alla considerazione dei differenti strumenti impiegati ai vari livelli in ordine alla protezione di tale classe di soggetti, ed in particolare alla funzione svolta in tale senso dalla comunicazione economico-finanziaria di impresa.

L'ipotesi sottostante l'indagine così condotta si individua dunque, come già accennato, nell'intento di giungere ad un giudizio fondato

¹⁵ FERRARIS FRANCESCHI (1998: 39).

¹⁶ "Solo con la perspicace osservazione si possono percepire i fatti dai quali le teorie di solito procedono. Nelle scienze empiriche non è valida la teoria che prescinde dai dati dell'osservazione". ZAPPA (1962: 7).

¹⁷ "La tendenza a individuare uniformità senza immediati scopi operativi o premesse di natura teleologica è, al contrario, dominante nell'indagine svolta dal ricercatore su tutti gli andamenti reali possibili senza limitazioni aprioristiche di alcun genere. In essa trovano la loro naturale espressione i due momenti tipici nei quali si può schematicamente raffigurare il processo conoscitivo: la fase induttiva, rivolta alla raccolta di informazioni relative ai contenuti reali nei loro multiformi aspetti e quella deduttiva tesa ad individuare tra questi le possibili analogie e diversità oltre che a verificare il grado di attendibilità di quanto è stato elaborato". FERRARIS FRANCESCHI (1998: 40).

sull'efficacia della *disclosure*, quale mezzo di tutela dei portatori di interesse, attraverso il riscontro in concreto della domanda e offerta di informazioni come si evidenziano sui mercati dei capitali. Tale esame conduce ad una valutazione di carattere qualitativo, in merito al grado di allineamento degli interventi attuati in tale ambito dall'Unione Europea, rispetto sia alle enunciazioni teoriche sia alle effettive richieste degli operatori economici. Le considerazioni svolte, unitamente all'analisi delle modalità di recepimento dell'azione comunitaria nel contesto italiano, conseguono l'effetto di offrire una visione significativa di quanto indagato.

A tale fine, il presente studio procede ad una disamina delle ricerche empiriche condotte a livello nazionale ed internazionale in merito all'identificazione dei dati resi disponibili al pubblico dagli emittenti quotati, da un lato, e del grado di rispondenza degli stessi alle esigenze manifestate dagli attori finanziari, dall'altro. L'osservazione dei risultati messi in evidenza dai lavori considerati ha condotto a scorgere le tipologie di informazioni ritenute maggiormente significative dai soggetti esterni che interagiscono con le aziende, nonché a definire il divario esistente tra il lato dell'offerta e quello della domanda. Ciò ha permesso di porre in risalto gli ambiti di maggiore rilievo in termini comunicativi e, soprattutto, gli spazi di miglioramento esistenti in tale ambito.

Le conclusioni raggiunte attraverso tale parte della ricerca hanno indotto alla formulazione di ipotesi attinenti la configurazione di meccanismi di *disclosure* e trasparenza ritenuti adeguati agli scopi preposti a tali pratiche in termini di soddisfazione delle diverse istanze convergenti nelle imprese. La relativa constatazione un secondo momento, costitutivo del sapere scientifico: la verifica, intesa quale "*controllo circa il grado di validità*"¹⁸ delle stesse¹⁹. Al riguardo, nella presente trattazione si è scelto di condurre una preventiva analisi di natura induttiva, al fine di pervenire ad un giudizio di portata generale, in seguito all'osservazione delle esperienze riscontrabili nel contesto europeo ed italiano, a partire dalla quale desumere in via conclusiva la validità delle ipotesi formulate.

¹⁸ FERRARIS FRANCESCHI (1998: 59).

¹⁹ Ferraris Franceschi individua infatti l'opportunità della compresenza all'interno del processo metodologico applicato ad una ricerca di carattere scientifico ed empirico, "*di due momenti – quello della costruzione di un giudizio ipotetico e l'altro del controllo circa il grado di validità di esso..*". Ciò in quanto "*un momento importante della conoscenza scientifica è quello della verifica dell'asserzione formulata così da ritenerla rappresentativa delle ragioni tra i diversi andamenti*". FERRARIS FRANCESCHI (1998: 59 e 41).

In prima battuta, pertanto, è stata presa in esame l'attività esplicata dall'Unione nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari e delle società quotate, al fine di cogliere la filosofia sottesa ai differenti interventi posti in essere, muovendo dall'analisi dei contenuti degli stessi. La scelta di tale contesto si collega principalmente a due fattori, dei quali il primo è individuabile nell'ampiezza di carattere sovranazionale del mercato comunitario e della stessa autorità europea, che travalicando i confini dei singoli Stati membri, ne costituisce il riferimento e trasmette agli stessi i propri orientamenti, seppure nei margini di autonomia previsti dai principi istitutivi dell'UE. Per quanto attiene il secondo aspetto, questo risiede nella sistematicità e del piano d'azione intrapreso. In merito a tali peculiarità, pare opportuno precisare come, da un lato, il carattere transfrontaliero dell'azione europea permetta di verificare tendenze ed effetti del processo di internazionalizzazione, dall'altro il riscontro di un'iniziativa programmata renda più visibile il progetto di fondo perseguito. Poiché infatti l'opportunità e la necessità di un simile intervento sono state preventivamente studiate e concertate in vista di specifiche finalità predeterminate, la presenza di presupposti trasversali dello stesso dovrebbe essere maggiormente visibile, nella supposta conformità dei provvedimenti introdotti ai criteri informativi elaborati.

In relazione a tali considerazioni, si è dunque tentato di cogliere lo spirito che ne permea il contesto e la *ratio* a questo sottostante al fine di estrapolarne una visione sistemica, senza fornire una rassegna dettagliata dei provvedimenti normativi. Si è cercato di identificare, in sintesi, una trama di coerenza atta ad informare l'azione delle autorità secondo un'impostazione comune e trasversale le singole misure realizzate. Ad ulteriore validazione di quanto riflettuto, si è inoltre indagato, attraverso una disamina critica, sulle modalità di recepimento di tali interventi all'interno del contesto nazionale, nell'intento di chiarire il rapporto dialettico intercorrente tra orientamento e finalità comunitarie, da un lato, e impianto giuridico e assetti imprenditoriali peculiari al contesto nazionale, in relazione ad origini ed evoluzione storica. A tale fine sono inoltre riportati i risultati di una ricerca empirica, condotta su un campione di 267 società quotate, inerente il grado di adesione delle imprese appartenenti ad un gruppo aziendale alla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento introdotta con la riforma del diritto societario. L'indagine condotta riveste rilevanza in ordine alla verifica di

ed alla formulare di una prima riflessione sull'impatto che tale provvedimento ha prodotto in merito livello di trasparenza di un fenomeno estremamente complesso ed opaco quale quello dei gruppi, in relazione all'intento di tutelare gli interessi delle minoranze azionarie tramite una maggiore facilità nella ricostruzione del perimetro di gruppo.

Nel complesso, la presente ricerca ha consentito di individuare il grado di aderenza delle politiche attuate in ambito di trasparenza della comunicazione economico-finanziaria alle enunciazioni teoriche elaborate in materia, nonché l'impatto sulle stesse del processo di internazionalizzazione. Ciò discende dall'esame deduttivo del nesso intercorrente tra enunciazioni elaborate in dottrina e criteri volti all'indirizzo del piano operativo, basata sull'osservazione dell'evoluzione storica dei concetti di soggetto economico e interessi istituzionali, nonché degli strumenti attualmente disponibili per garantirne standard minimi di tutela, in rapporto alla concreta attuazione degli emittenti e necessità degli interlocutori. Lo studio successivo si rivolge alla determinazione del condizionamento che tali fattori hanno sull'impostazione dell'azione comunitaria e sulle modalità di recepimento nel contesto italiano, permettendo di trarne gli elementi essenziali a desumere la validità delle conclusioni cui si perviene.

CAPITOLO SECONDO

IL RICONOSCIMENTO DEL SOGGETTO ECONOMICO E GLI STRUMENTI PER LA TUTELA DEGLI INTERESSI ISTITUZIONALI

2.1. Premessa – 2.2. Le differenti configurazioni di soggetto economico - 2.3. Dalla nozione di soggetto economico a quella di portatori di interessi istituzionali e assetti proprietari – 2.4. Strumenti di tutela degli interessi istituzionali – 2.4.1 Corporate governance – 2.4.2. Comunicazione economico finanziaria – 2.5. Prime considerazioni tratte dall'analisi degli orientamenti dottrinali

2.1. PREMESSA

Nel presente capitolo si intende condurre un'analisi in merito ai concetti di soggetto economico e di interesse istituzionale, al fine di indagare il significato ad essi attribuito da autorevole dottrina, nonché di individuarne l'evoluzione nel corso del tempo, in seguito al mutare del contesto economico di riferimento. Tale prima indagine si pone quale premessa essenziale all'identificazione delle attese primarie, considerate meritevoli di tutela da parte di mercato e sistema giuridico, la cui definizione consente di focalizzare l'attenzione sugli strumenti introdotti a presidio delle stesse, con particolare riferimento alla valenza e all'efficacia della comunicazione economico-finanziaria in tale prospettiva.

La trattazione dei temi accennati richiede però alcune precisazioni, di ordine concettuale e terminologico. Le problematiche affrontate ineriscono, come già accennato, le esigenze di protezione delle istanze convergenti nell'azienda, quale necessità avvertita in modo generalizzato nei Paesi ad economia avanzata, anche alla luce dei recenti scandali finanziari che hanno portato ad evidenza gli aspetti di maggiore criticità incontrati da coloro che operano sui mercati dei capitali. Ciò ha indotto a circoscrivere l'ambito di indagine a quei soggetti che in essi espletano la propria attività, al fine di giungere ad una più chiara identificazione delle ambiti analizzati.

In tale premessa, pare dunque opportuno e doveroso precisare come il termine azienda sia principalmente utilizzato con riferimento a alla sottocategoria data dalle imprese, intese come aziende di produzione. Inoltre, è da rilevare come all'interno di tale tipologia si riguardi in particolare a quelle costituite in forma di società per azioni e, ancor più nel dettaglio, a quelle quotate²⁰. La scelta effettuata si connette in modo diretto alle peculiarità che queste ultime presentano, in ragione dell'ampiezza dei soggetti che ne detengono le azioni e del rilevante grado di estraneità di questi rispetto alla gestione, in seguito all'instaurarsi di rapporti di agenzia. In siffatta accezione, pertanto, i differenti termini ora individuati, così come altri, dei quali l'espressione "emittenti" costituisce un esempio, sono indifferentemente utilizzati nella maggior parte della trattazione per indicare la classe di aziende dianzi precisata.

In modo del tutto analogo, la locuzione "comunicazione economico-finanziaria" postula una premessa in ordine al chiarimento dell'accezione con cui è richiamata nel presente studio. In primo luogo, sembra necessario precisare la differenza, meglio dettagliata nel corso del capitolo, tra comunicazione e informazione. Laddove l'informazione, infatti, si connota quale sistema che dalla raccolta dei dati conduce alla loro elaborazione e codificazione attraverso un vero e proprio processo di costruttivo, la comunicazione inerisce più strettamente la procedura di trasferimento dell'informazione medesima ad un insieme di destinatari. In tale senso, la prima si pone quale momento di creazione di valore, mentre la seconda attiene piuttosto alle modalità di divulgazione dell'*output* prodotto dal sistema delle informazioni.

In merito alla qualificazione della comunicazione secondo la prospettiva economico-finanziaria, la specificazione in esame si riconduce *stricto sensu* alla diffusione dei dati relativi alla formazione di reddito e capitale. Ciononostante, prendendo in considerazione i differenti mezzi e strumenti di cui l'impresa si avvale a tal fine, emerge chiaramente come all'interno degli stessi siano presenti notizie non strettamente economico-finanziarie, come si riscontra per la relazione sulla gestione inserita nel fascicolo di bilancio. Ciò sembrerebbe deporre a favore di un'interpretazione estensiva, volta a delineare il processo di soddisfazione

²⁰ Il riferimento alle società per azioni quotate può essere esteso, per analogia, alle società per azioni le cui azioni, pur non essendo ammesse alle negoziazioni su mercati regolamentati, sono diffuse in larga misura tra il pubblico, in considerazione dell'affinità riscontrabile nelle peculiarità e nella disciplina tra le prime e queste ultime.

delle istanze conoscitive sui procedimenti di formazione del valore aziendale in senso ampio.

Questo pare essere anche il significato attribuibile all'espressione "informativa societaria". Essa infatti, ponendo l'enfasi sull'ambito di riferimento, sembra essere pertinente all'insieme di notizie relative all'impresa, che se da un lato possono essere riferite ai soli aspetti economico-finanziari, dall'altro sono riconducibili ad profilo più ampio, attinente l'interezza dell'attività aziendale, ivi compresi gli aspetti gestionali ed i riflessi di natura socio-ambientale.

In modo affine a quanto detto per il concetto di azienda di produzione, anche per quanto concerne le differenti terminologie relative ai procedimenti di creazione e divulgazione delle informazioni, nell'analisi condotta si è scelto di ricorrere alle differenti locuzioni qui evidenziate, intendendo con esse rimandare sia al complesso dei dati riferibili all'attività aziendale nella sua globalità, sia all'insieme dei processi che dalla rilevazione conducono al trasferimento dei medesimi all'esterno, presso il pubblico degli interlocutori dell'impresa.

L'approccio in questo modo definito discende dalla considerazione della strumentalità delle terminologie impiegate rispetto alle tematiche affrontate. Una volta definito e circoscritto con chiarezza l'argomento indagato, i termini impiegati si caricano pertanto di significati e sfumature correlate agli ambiti ed agli oggetti considerati in una relazione di arricchimento degli elementi lessicali, in ordine ad una più agevole trattazione della materia.

2.2. LE DIFFERENTI CONFIGURAZIONI DI SOGGETTO ECONOMICO

Negli ultimi decenni si è assistito ad una progressiva crescita dell'attenzione rivolta da Stati, organismi pubblici e privati, associazioni di categoria e studiosi verso condotta e dinamiche gestionali delle aziende. Tale tendenza si è concretizzata, da un lato, nell'intensificazione ed ampliamento delle attività legislative e di regolamentazione, dall'altro, in una maggiore consapevolezza da parte delle imprese relativamente ai requisiti essenziali alla sopravvivenza nel rispetto del principio di

economicità²¹, quali risposte alle mutate condizioni di ambiente. La centralità acquisita da temi quali la *corporate governance* ed il rafforzamento del *corpus* normativo, inerente obblighi informativi e individuazione delle responsabilità proprie degli organi societari, così come l'elaborazione di codici di autodisciplina, la condivisione della rilevanza della comunicazione volontaria e della responsabilità sociale, riflettono l'esigenza comune di perseguire superiori livelli di efficienza operativa all'interno sia del mercato reale sia, in particolar modo, di quello finanziario.

L'allargamento del contesto competitivo determinato dai processi di internazionalizzazione, unitamente alla successiva necessità per le aziende di conseguire vantaggi concorrenziali²², ha reso evidente il rilievo progressivamente assunto dal ricorso al capitale di rischio per il reperimento delle risorse sia materiali che intangibili necessarie al perseguimento degli obiettivi gestionali²³. In una simile prospettiva è andata diffondendosi la percezione del ruolo cruciale rivestito da differenti soggetti a vario titolo coinvolti nell'attività aziendale, anche in considerazione delle molteplici relazioni che quest'ultima instaura con essi in qualità di sistema aperto e posto in rapporto di complementarità e interdipendenza con l'ambiente esterno e con i diversi attori che ne sono parte²⁴. La complessa e dinamica interrelazione esistente il mercato, inteso

²¹ A tale proposito, pare opportuno ricordare brevemente che per economicità si intende la condizione tale per cui *"l'azienda [...] deve essere duratura: deve cioè svolgersi in condizioni e deve ricercare le condizioni per presentarsi atta a durare a lungo secondo convenienza, in un ambiente mutevole"*. Ciò significa che: *"si assume dunque l'ipotesi[...] del conseguimento dei fini istituzionali senza l'esigenza imperativa di «copertura» perdurante col ricorso ad altre aziende"*. MASINI (1982: 240). Al riguardo si vedano anche: AIROLDI, BRUNETTI, CODA (1994: 174 e ss); FERRERO (1968: 195 e ss.); GIANNESI (1960: 63 e ss.); CORTICELLI (1987: 307 e ss.); FERRARIS FRANCESCHI (1987: 380 e ss).

²² L'allargamento della concorrenza ha posto in primo piano l'esigenza per le aziende di conseguire vantaggi competitivi in termini di differenziazione e posizionamento strategico al fine di perdurare secondo economicità. L'intensificazione dei ritmi relativi agli scenari competitivi, unitamente all'evoluzione dei mercati, hanno determinato la crescente rilevanza degli *intangibles* quali aspetti distintivi di impresa, nonché la conseguente necessità di superiori investimenti volti all'accrescimento dell'efficienza, in un contesto tale per cui *"le barriere si spostano sempre più verso elementi immateriali, come la proprietà intellettuale oppure il know-how rappresentato dalle conoscenze fondamentali dell'azienda in ambiti quali lo sviluppo di nuovi prodotti o il servizio ai clienti"*. MAGRETTA (2005: 90).

²³ Cfr. CAPASSO (1996: 3 e ss).

²⁴ *"Le circostanze che determinano l'esistenza dell'azienda, e l'attitudine della medesima ad esplicare la funzione strumentale connessa all'oggetto perseguito, si compendiano in un dinamico sistema di relazioni fra le condizioni interne di esercizio dell'azienda stessa e quelle esterne, afferenti il mercato e l'ambiente in cui questa trova motivi, sollecitazioni e limiti di varia configurazione delle proprie caratteristiche strutturali"*.

in senso lato, che in esso attua le proprie combinazioni economiche determina infatti il manifestarsi di influenze reciproche atte a condizionarne lo svolgimento²⁵. Muovendo da tali premesse è possibile comprendere come l'individuazione e la valutazione del composito insieme di interessi afferenti l'azienda costituiscano un aspetto di significativa criticità per l'efficace l'attuazione di una gestione idonea a perdurare nel tempo, rendendo estremamente attuale il dibattito relativo alla nozione di interesse istituzionale.

L'azienda infatti, caratterizzandosi come complesso sistema²⁶ unitario, scomponibile in parti ideali vicendevolmente correlate e preordinato al durevole e dinamico perseguimento delle finalità ad essa preposte, si connota quale istituto economico fondato dai membri di una collettività per il soddisfacimento comune dei propri bisogni²⁷. In essa, dunque, poiché gli individui "...operano in solidarietà di intenti, di sforzi e di mezzi con altri uomini, stimolati dal desiderio di appagare i loro bisogni"²⁸ attraverso consumo diretto e produzione indiretta di ricchezza²⁹, si verifica una convergenza di interessi particolari, di natura economica ed extra-economica, che dovrebbero trovare parziale contemperamento nella coordinata complementarietà propria dell'attività gestionale³⁰.

operative". FERRERO (1968: 8). Le relazioni intrattenute dall'impresa con l'ambiente all'interno del quale opera possono essere distinte in due categorie che conducono alla distinzione tra ambiente economico in senso stretto ed ambiente economico in senso lato, in considerazione dei differenti attori in esso individuabili. La prima accezione è riferita a quelle circostanze fronteggiate dall'azienda in ragione della presenza di altre aziende, parte del sistema economico. La seconda nozione di ambiente, inteso in senso più ampio, scaturisce invece dalla considerazione dei condizionamenti posti allo svolgimento dell'impresa dalle comunità politiche nelle quali la stessa si trova ad agire. Cfr. AZZINI (1982: 73 e ss.); GIANNESI (1969: 540 e ss.).

²⁵ Per un approfondimento di tali aspetti si veda: FELLEGARA (2005: 2 e ss.)

²⁶ Uno dei modelli interpretativi largamente impiegati per descrivere l'azienda è dato dalla teoria dei sistemi, potendosi essa ravvisare quale complesso di elementi interconnessi ed interdipendenti unitario, aperto, finalistico, dinamico. Per approfondimenti relativi a tale aspetto si vedano: BRUNETTI, CODA (1994: 77 e ss.); MASINI (1982: 29 e ss.); AZZINI (1982: 83 e ss.); AMADUZZI (1992: 732 e ss.).

²⁷ In tal senso, l'azienda si pone quale strumento per il perseguimento dei fini particolari, non individualmente conseguibili, dei membri del soggetto economico. Cfr. AMODEO (1970: 32); FERRERO (1968: 3). In merito alle finalità d'azienda, poste in relazione a fini individuali dei soggetti ad essa afferenti, si veda anche GIANNESI (1969: 568 e ss.).

²⁸ ZAPPA (1962: 62).

²⁹ Si veda FERRERO (1968: 32 e ss.).

³⁰ In merito al contemperamento degli interessi individuali, "*nelle aziende si compongono gli interessi dei singoli e per il bene comune si moderano gli egoismi particolari*", in quanto "*l'interesse particolare è di consueto il prevalente motivo delle azioni economiche, ma spesso anche l'uomo si eleva al di sopra dei fini individuali. Gli interessi particolari, d'altra parte, si colorano variamente al contatto di dati ambienti sociali o*

Focalizzando l'attenzione sugli interessi economici confluenti nell'azienda, autorevole Dottrina³¹ ne ha individuato la seguente classificazione:

- interessi economici istituzionali, facenti capo a coloro che, in qualità di membri dell'istituto³², si sono legati nell'azienda per il perseguimento di fini comuni;
- interessi economici non istituzionali, relativi a tutti coloro che, pur non essendo membri dell'istituto, hanno direttamente o indirettamente finalità economiche intrecciate con l'attività d'azienda.

In base a tale distinzione, possono essere individuate due classi di soggetti riconducibili alla prima categoria, i prestatori di lavoro e i conferenti di capitale, in considerazione dello stretto legame intercorrente tra le economie dei medesimi e lo svolgimento dell'impresa. Entrambi si contraddistinguono quali apportatori delle condizioni primarie di produzione, lavoro e capitale risparmio, "...la cui natura e modalità di apporto all'impresa sono tali da suscitare nelle persone che [li] conferiscono interessi economici primari"³³. Tali fattori ritenuti essenziali³⁴ per l'attività d'azienda, infatti, connotandosi per la reciproca complementarietà all'interno dell'unitario processo economico-produttivo, ne vincolano i conferenti stessi alle dinamiche gestionali dell'impresa, delle quali principalmente sopportano i rischi di natura patrimoniale ed extra-

subiscono l'influsso delle loro necessità e delle loro usanze", ZAPPA (1962: 38). A tale riguardo, però, pare opportuno sottolineare come Ferrero ritenga che la composizione di interessi tenda "invece a degenerare in un conflitto di interessi". FERRERO (1968: 60).

³¹ Si vedano AIROLDI, BRUNETTI, CODA (1994: 43 e ss.); MASINI (1982: 44).

³² L'istituto sociale – del quale l'azienda rappresenta l'ordine economico – è definito come "organizzazione di persone e di mezzi, regolata da stabili norme e diretta a fini definiti" si connota quale associazione naturale o culturale di individui che in essa partecipano direttamente o indirettamente in relazione alle proprie esigenze e nel perseguimento di finalità comuni. In tale prospettiva, gli interessi istituzionali costituiscono interessi pertinenti ai membri stessi dell'istituto sociale, assumendo per tale ragione primaria rilevanza. Cfr. AZZINI (1982: 7 e ss.).

³³ AIROLDI, BRUNETTI, CODA (1994: 24). Per approfondimenti riguardo i fattori produttivi ed alla loro combinazione economica, in relazione al perseguimento dell'economicità, si veda GIANNESI (1969: 513 e ss.).

³⁴ Zappa individua quali elementi essenziali dell'azienda, integrati nell'intrecciarsi degli accadimenti "le energie umane dedicate allo svolgimento dell'azienda", "le ricchezze, che agli organi di una data azienda offrono il necessario strumento di azione, ne costituiscono il patrimonio". Si veda ZAPPA (1962: 39 e ss.). A tale riguardo si veda anche MASINI (1963: 54 e ss.).

patrimoniale³⁵. Ciò implica la preminenza degli interessi di coloro che, apportando capitale e lavoro, sono più direttamente legati alla sopravvivenza economica ed al perseguimento dei fini aziendali³⁶.

In relazione alle riflessioni critiche condotte sugli aspetti menzionati, si configura quale soggetto economico di impresa *“l’insieme delle persone fisiche nell’interesse delle quali l’istituto è posto in essere e governato”*³⁷, intendendo dunque per esso il complesso degli individui che, nel mettere a disposizione le proprie energie o i propri risparmi, partecipa dello svolgimento dell’azienda nelle condizioni di incertezza che ne permeano il divenire. Muovendo da tale definizione, emerge come il soggetto economico rappresenti un concetto unitario e trascendente le finalità particolari di coloro che ne sono membri. La soddisfazione di queste si attua infatti tramite il conseguimento di un risultato anch’esso necessariamente unitario, poiché scaturente dal sistema interrelato di accadimenti. In ragione delle caratteristiche osservate, al soggetto economico sono riconosciute specifiche attese e attribuite prerogative di governo economico³⁸ volte ad indirizzare la gestione al perseguimento del fine di impresa e, con esso, degli interessi dei propri componenti³⁹. In tale accezione esso è stato descritto da alcuni Autori, secondo un’interpretazione restrittiva⁴⁰, come *“la persona o il gruppo di persone che di fatto ha ed esercita il supremo potere nell’azienda... [Il soggetto economico].*

³⁵ Cfr. FERRERO (1968: 59 e ss.). In relazione al sistema dei rischi di impresa, giova inoltre precisare che *“il rischio patrimoniale viene assunto da coloro i quali, vincolando capitali all’esercizio delle imprese, corrono l’alea di perdere, per intero o in parte, la remunerazione d’uso – sotto forma di dividendi, quote di utili o di interessi – o addirittura i capitali medesimi [...] il rischio extra-patrimoniale viene assunto da tutti coloro che all’impresa partecipano con interessi e vincoli diversi dai precedenti”*. FERRERO (1968: 37).

³⁶ Cfr. GIANNESI (1960: 82 e ss.).

³⁷ MASINI (1982: 41). La definizione fornita da Zappa, pur richiamando il concetto di interesse, risulta parzialmente differente: *“persona fisica o [...] gruppo delle persone nel cui prevalente interesse l’azienda è di fatto amministrata”*. ZAPPA (1962: 87). Cfr. anche AZZINI (1982: 20).

³⁸ Utilizzando l’espressione *“prerogative economiche”* si intende fare riferimento alle *“prerogative massime di iniziativa di costituzione e di formazione dell’azienda, di governo economico dell’azienda funzionante, di variazione della struttura aziendale, di estinzione dell’azienda”*. AIROLDI, BRUNETTI, CODA (1994: 98).

³⁹ Il principio di convergenza degli interessi di conferenti di capitale e lavoratori nell’azienda, nonché la possibilità contemperamento e composizione degli stessi, costituiscono un argomento ampiamente dibattuto. Al riguardo si vedano, tra gli altri, AMADUZZI (1995: 378 e ss.); FERRERO (1968: 62 e ss.).

⁴⁰ Cfr. CAPASSO (1996: 14 e ss.).

costituisce un organo dell'amministrazione economica e, precisamente, l'organo nel quale si accentra o al quale fa capo di fatto il supremo potere volitivo"⁴¹.

Quest'ultima definizione, incentrata su requisiti più strettamente inerenti gli aspetti decisionali e di indirizzo, oltre ad alimentare un dibattito sulla relazione tra la partecipazione a capitale e rischio di impresa e l'esercizio delle prerogative di governo⁴², pone in evidenza, nella nozione di soggetto economico, alcuni elementi di criticità legati al ruolo concretamente ricoperto da coloro che ne sono parte, all'interno dell'azienda⁴³. In primo luogo, la descritta accezione ha condotto all'analisi della differenza intercorrente tra il concetto stesso di soggetto economico e quello di soggetto giuridico, inteso quale titolare dell'azienda. Questo si contraddistingue infatti per la chiara individuabilità legata al carattere di figura riconosciuta dalle norme del diritto, laddove il primo non sempre è passibile di immediata identificazione. Ciò accade in ragione della complessità intrinseca alla sua stessa natura, che ne richiede un'attenta valutazione in termini di attese e prerogative. Il soggetto giuridico, inoltre, non necessariamente assume un ruolo direttivo all'interno della gestione, potendosi individuare frequenti casi in cui il titolare di un'azienda non detiene in essa alcuna funzione di carattere amministrativo⁴⁴.

Analogamente il soggetto economico non coincide con la nozione di imprenditore, nell'accezione di individuo che dia avvio a un'attività economica di produzione attraverso la costituzione dell'impresa. Anche in questo caso, infatti, non si riscontra una completa sovrapposizione tra gli attributi distintivi delle due nozioni, tali da evidenziarne la coincidenza. Nello specifico, la compresenza di iniziativa imprenditoriale, conferimento

⁴¹ ONIDA (1963: 21). Analoga definizione è offerta da Ferrero, per il quale il soggetto economico è la "persona fisica o insieme delle persone che, di fatto, detiene ed esercita il supremo potere volitivo e le connesse prerogative e facoltà di scelta e di decisione nell'ambito dell'azienda". FERRERO (1968: 48).

⁴² Quest'ultima nozione di soggetto economico, nell'individuare come membro chi di fatto esercita le prerogative di governo economico, conduce in primo piano due tematiche ampiamente dibattute. La prima, inerente il rapporto intercorrente tra azionisti e *management*, in relazione alle considerazioni riguardanti la sopportazione dei rischi patrimoniali, della quale un interessante approfondimento è fornito da Ferrero nel capitolo "Figure concrete e astratte di soggetto economico". Cfr. FERRERO (1968: 59 e ss.). La seconda attinente l'eventualità dell'estensione ai lavoratori dipendenti delle prerogative suddette, per la quale si rinvia a MASINI (1982: 57 e ss.); ONIDA (1963: 29 e ss).

⁴³ Per una trattazione più approfondita della relazione intercorrente tra la nozione di soggetto economico e quelle di soggetto giuridico e imprenditore, nonché delle altre figure rilevanti inerenti lo svolgimento dell'azienda, si veda AMADUZZI (1987: 66 e ss).

⁴⁴ Cfr. FERRERO G (1968: 47 e ss.); ZAPPA (1962: 87).

di capitale ed esercizio del potere direttivo è ritenuta discriminante della figura di imprenditore, in quanto rappresentativa dell'attitudine del medesimo ad operare sul mercato mediante la costituzione di un'azienda⁴⁵. Gli stessi caratteri, però, non sempre possono essere ravvisati attraverso l'osservazione del soggetto economico. Ciò risulta di immediata comprensione qualora si osservino le differenti configurazioni gestionali ed organizzative riferibili alle diverse forme di imprese, individuali da un lato, realizzate in forma societaria dall'altro. Nel primo caso il titolare si qualifica tipicamente sia come imprenditore, in quanto apportatore di capitale e iniziativa, nonché vertice dell'amministrazione, sia come soggetto economico in ragione della preponderanza dei propri interessi e della facoltà di esercizio dei supremi poteri decisionali. Nella seconda fattispecie, al contrario, la peculiare struttura assunta dalle società di capitali comporta un disallineamento delle due figure in esame, specialmente quando si tratti di società per azioni, caratterizzate dall'introduzione di meccanismi di delega da parte dei soci relativamente ai compiti inerenti la gestione⁴⁶.

L'osservazione della suddetta circostanza ha condotto a riflessioni critiche in merito alla configurazione del soggetto economico in tale tipologia di azienda ed al connesso effettivo esercizio delle prerogative e soddisfazione delle attese dello stesso. La presenza di una molteplicità di conferenti capitale di rischio e la concomitante necessità di attribuire il governo economico ad un numero limitato di individui hanno infatti determinato il verificarsi di situazioni in cui il potere di direzione e organizzazione dell'azienda è di fatto esercitato dal cosiddetto soggetto economico improprio⁴⁷. La progressiva diffusione dell'istituto giuridico della responsabilità limitata⁴⁸ ha, cioè, implicato l'esercizio del governo di impresa da parte di un frazione ristretta dei membri del soggetto economico stesso o di persone ad esso estranee, dando luogo al fenomeno della separazione tra proprietà e controllo, connaturato alla forma giuridica della società per azioni. In essa la pluralità di azionisti, che attraverso la partecipazione al capitale assume il rischio patrimoniale di

⁴⁵ Cfr. FERRERO (1968: 54 e ss.).

⁴⁶ Cfr. ONIDA (1963: 31).

⁴⁷ Nella definizione elaborata da Masini, il soggetto economico improprio si qualifica come l'insieme delle persone che *"esercitano per propri fini prerogative e conseguono attese spettanti al soggetto economico"*. MASINI (1982: 42).

⁴⁸ Cfr. BERLE, MEANS (1966).

impresa, non è di fatto in grado di partecipare *in toto* all'amministrazione delle medesima in modo diretto, o indiretto, neppure mediante l'accesso all'assemblea quale supremo organo di indirizzo e direzione.

A seguito della polverizzazione del capitale tipica della fattispecie in oggetto, si verifica la contrapposizione tra le nozioni capitale di comando e capitale controllato⁴⁹, cioè tra coloro possiedono quote maggioritarie e coloro a cui di contro pertengono quote di minoranza. I primi si qualificano infatti quali *insider*⁵⁰ rispetto alle dinamiche gestionali in forza della posizione rivestita di diritto, laddove detengano partecipazioni uguali o superiori al 50%, o di fatto nel caso in cui, pur avendo conferito percentuali inferiori, si raffrontino con minoranze frazionate tanto da non esercitare una rilevante ingerenza nel processo decisionale⁵¹. Questo comporta l'esercizio di un'influenza determinante sul governo economico da parte degli azionisti di maggioranza e la corrispondente debolezza delle minoranze medesime in relazione alla concreta possibilità che i primi possano essere indotti “[...] a favorire i propri limitati interessi anche a danno dei collaboratori, dei soci e dell'impresa stessa intesa come strumento produttivo duraturo, utile ai fini del bene comune”⁵².

⁴⁹ “Accade talora che un socio o un compatto gruppo di soci, le cui azioni rappresentano una minoranza di capitale, abbia, di fatto, il comando, o come anche si dice, il controllo dell'azienda, in quanto la maggioranza delle azioni è frazionata fra molte persone che non hanno né la volontà, né la capacità tecnica di occuparsi degli affari sociali e disertano le assemblee, o danno facilmente a terzi [...] la procura per l'esercizio del diritto di voto”. ONIDA (1963: 24).

⁵⁰ Con il termine *insider* si intende fare riferimento a coloro che in forza del ruolo ricoperto all'interno dell'azienda (sia correlabile al possesso di quote di maggioranza assolute e relative, o alla partecipazione all'organo amministrativo, sia dovuto all'esercizio di fatto di un'influenza rilevante) dispongono di maggiori informazioni e ingerenza in merito all'attività di impresa. Tale tematica si ricollega strettamente al manifestarsi di fenomeni riconducibili al rapporto di agenzia ed al sorgere di costi d'agenzia e di benefici privati del controllo. A tale riguardo si vedano: DRAGHI (1998); SHLEIFER A., VISHNY W. (1997); IPPOLITO (2001).

⁵¹ La debolezza intrinseca alla figura dei soci di minoranza si correla ad un insieme di fattori inerenti l'effettiva capacità degli stessi di partecipare al governo di impresa. Pur essendo loro garantito l'accesso all'assemblea, questi raramente vi prendono parte in ragione talora del carattere prettamente lucrativo dell'investimento, più spesso degli elevati costi, in termini monetari e di tempo, legati a tale pratica. Ciò comporta la frequente diserzione dell'assemblea ed il proliferare della concessione di deleghe di voto. Per far fronte a questi ultimi fenomeni, riconducibili al problema dell'azione collettiva, le riforme del diritto societario si sono recentemente indirizzate all'introduzione del voto telematico o ad altre forme di intervento fondate sul ricorso a strumenti tecnologici, onde favorire una maggiore partecipazione dei piccoli azionisti al governo di impresa, quale strumento di tutela degli interessi ad essi riconducibili. In tale senso devono essere interpretate le norme introdotte in materia con il D. Lgs. 6/2003, art. 2370, e le analoghe previsioni contenute nei provvedimenti ad esso successivi.

⁵² ZAPPA (1962: 90).

Il massimo grado di disgiunzione tra proprietà e controllo si realizza nelle società per azioni ad azionariato diffuso, caratterizzate dalla frammentazione del capitale tra una moltitudine di soci, nessuno dei quali in possesso di una quota sufficiente a garantirne la partecipazione alle funzioni di governo. In siffatte circostanze, poiché l'organo amministrativo designato dall'assemblea detiene ed esercita tali poteri quale mandatario secondo le direttive dell'organo assembleare stesso, si pongono i noti problemi inerenti l'allineamento dell'operato del *management* con gli interessi degli azionisti. La tematica accennata deriva la propria rilevanza dalla necessità di garantire ai conferenti di capitale, in virtù della partecipazione al rischio patrimoniale, il perseguimento di finalità coerenti con quelle ad essi proprie nell'esercizio dell'azienda.

Analoga disgiunzione tra esercizio delle prerogative di governo e proprietà si riscontra anche con riguardo ai gruppi di aziende, nei quali alla pluralità dei soggetti giuridici facenti capo alle differenti società che ne sono parte corrisponde un unico soggetto economico. Quest'ultimo esercita il controllo sull'intero complesso sia partecipando direttamente al capitale delle diverse unità, sia indirettamente attraverso i collegamenti di gruppo, realizzati con il possesso di quote di minoranza, ottenuto anche attraverso le azioni detenute dalle proprie controllate. In quest'ultimo caso si configura il cosiddetto soggetto occulto, in quanto la conoscenza dello stesso richiede un'analisi approfondita a ritroso della catena di partecipazioni che lega le imprese consociate alla *holding*, prescindendo dall'effettiva assunzione del rischio patrimoniale da parte della stessa⁵³.

Quanto osservato, in special modo con riferimento a società per azioni e gruppi aziendali, pone in rilievo la valenza informativa connessa all'effettiva identificazione del soggetto economico. Da esso e dalla sua composizione dipendono, infatti, le politiche gestionali concretamente implementate nell'azienda, quelle di destinazione dei risultati, così come i fini per i quali la stessa è svolta. Tali aspetti risultano correlati in modo inscindibile con l'individuazione delle finalità proprie della persona, o gruppo di persone, che di fatto esercita il supremo potere volitivo

⁵³ "Il gruppo aziendale [...] è un sistema di elementi complementari ed interdipendenti diretti e coordinati in modo unitario dal soggetto economico di gruppo [...] la peculiarità del gruppo aziendale rispetto alle altre strutture d'azienda impone la considerazione delle relazioni esistenti tra le unità economiche relative dotate di indipendenza giuridica". AZZALI (2002: 4). Per ulteriori approfondimenti inerenti i gruppi aziendali, si vedano: BIANCHI (1990); CARATOZZOLO (2002); CASSANDRO (1985); PASSAPONTI B. (1994); FELLEGARA, MARCHINI, TIBILETTI, D'ESTE (2007a) e (2007b).

all'interno dell'impresa, che si tratti degli azionisti di maggioranza, dei membri dell'organo amministrativo o della capogruppo⁵⁴. Un tipico esempio del fenomeno in esame è dato, nell'ultimo caso, dalla nozione di economicità di gruppo, per la quale le condizioni di svolgimento e di equilibrio delle singole aziende non possono essere valutate se non in considerazione del gruppo stesso e delle logiche ad esso interne⁵⁵.

In una prospettiva così definita, dunque, la separazione di proprietà e controllo, derivata dalla diffusione della moderna impresa e dal progressivo intensificarsi dell'investimento del risparmio in titoli azionari, se da un lato ha consentito lo sviluppo dei mercati finanziari e il ricorso al capitale di rischio per le società in essi operanti, nondimeno ha condotto alla necessità di una più chiara definizione degli interessi considerati rilevanti. La nozione stessa di soggetto economico rappresenta, in siffatta accezione, una premessa essenziale al procedimento interpretativo in oggetto, in ragione dei nessi che tale concetto presenta con la definizione di prerogative ed attese ad esso inerenti.

Il riconoscimento dei fini convergenti nell'attività d'azienda determina l'opportunità di comprendere le logiche a questa sottese⁵⁶ in termini di effettivo indirizzo assunto nelle funzioni di governo economico, nonché di individuare il pericolo di comportamenti opportunistici da parte di coloro che in forza del ruolo ricoperto esercitano sul medesimo un'influenza sostanziale. Qualora tali individui non partecipino in alcuna misura del rischio patrimoniale si pone infatti l'eventualità che nell'adempimento dei compiti amministrativi gli stessi si dimostrino *"insensibili agli stessi interessi vitali dell'azienda e quindi a quelli del lavoro in essa impiegato e della maggior parte del capitale investito"*⁵⁷.

⁵⁴ In relazione al rapporto tra fini istituzionali ed individuali, Lai rileva le divergenze interpretative insite nei possibili inquadramenti teorici alla problematica affermando che *"se infatti la visione istituzionale in economia trovava la propria ragion d'essere – nei primordi di tali impostazioni – nella contrapposizione rispetto all'individualismo dell'homo oeconomicus, non altrettanto si può dire per la visione aziendalista, per la quale il formarsi esogeno delle preferenze dei soggetti rimane un fatto proprio di una sfera di scelte personali... ovvero si pone su di un diverso piano rispetto a quella dell'istituto aziendale, sebbene sia ad essa complementare"*. LAI (2004: 45).

⁵⁵ *"La gestione dell'impresa controllata o della impresa collegata dipende, in una data misura, dalla gestione della impresa dominante, o dalla gestione delle imprese complementari, dalla cosiddetta politica di gruppo"*. AMADUZZI (1987: 66). A tale riguardo si veda anche BERGAMIN BARBATO (1987)

⁵⁶ *"L'individuazione del soggetto economico è indispensabile per intendere i motivi informativi delle operazioni economiche che a lui fanno capo e per rendersi conto di andamenti della gestione amministrative che non potrebbero essere altrimenti compresi"*. AMADUZZI (1987: 65).

⁵⁷ ONIDA (1963: 28).

Quale che sia la definizione accolta di soggetto economico, risulta di immediata evidenza come nell'impresa concorrano interessi la cui tutela si pone come requisito imprescindibile per lo svolgimento della stessa secondo economicità, in relazione all'attuale contesto di mercato⁵⁸. In conformità con quanto descritto all'inizio del paragrafo, l'azienda per il proprio funzionamento necessita di condizioni primarie il cui apporto, effettuato da conferenti capitale e lavoratori dipendenti, risulta intrinsecamente legato al perseguimento delle finalità⁵⁹ dei medesimi. Per tali ragioni negli ultimi decenni e di pari passo con lo sviluppo dei mercati finanziari e della moderna impresa, ha assunto centralità la tematica inerente elaborazione ed applicazione di efficaci strumenti di protezione, con speciale riguardo ai portatori di interessi istituzionali e, tra questi, all'insieme degli azionisti⁶⁰. La garanzia dell'efficacia di forme di tutela

⁵⁸ Se la nozione di soggetto economico pone in risalto l'importanza degli interessi economici istituzionali, nondimeno risulta aspetto gestionale di rilievo la considerazione di tutte le categorie di interessi convergenti nell'azienda, in relazione alle attese che i differenti attori di mercato hanno nei confronti dell'azienda. Tale osservazione è riconducibile ad un principio di corrispondenza tra potere e responsabilità, nonché tra partecipazione al rischio economico e legittimità delle aspettative, quali elementi critici e centrali nei meccanismi di governo societario, tali per cui *"in tutti i diversi ordinamenti giuridici, nell'ambito di un quadro normativo generale, riferibile ad ogni tipo di imprese, si sono previsti diritti ed obblighi particolari, in ragione non solo delle dimensioni aziendali, ma anche del grado di diffusione della proprietà e della consistenza degli interessi degli altri stakeholder"*. Cfr. CAPASSO (1996: 16). In conformità a quanto detto e relativamente alla stessa definizione di soggetto economico, Masini afferma che *"la risposta non è assoluta per una categoria o per l'altra di interessi: quando le caratteristiche di una o più categorie [...] assurgono a rilievo primo nella costituzione, nel funzionamento, nell'estinzione dell'impresa, sono interessi istituzionali"*. MASINI (1982: 56).

⁵⁹ La rilevanza assunta dalle differenti categorie di interessi confluenti nell'azienda, con speciale riguardo ai conferenti di capitale, risulta legata all'esigenza per la stessa di operare in contesti competitivi orientati alla ricerca dell'efficienza quale valore primario. In tale ottica il reperimento sui mercati finanziari degli ingenti capitali necessari allo svolgimento dell'attività di impresa costituisce un aspetto di fondamentale rilevanza in relazione al minore costo ed alla maggiore flessibilità di tale strumento, rispetto all'impiego di capitale di debito. A tale proposito, Onida sottolinea come *"l'azienda che ha bisogno del capitale per attuare la produzione, e del mercato per collocarla, non può dissociare il proprio bene da quello del capitale che attende frutti dall'investimento, e del consumo che alimenta la domanda dei prodotti"*. ONIDA (1963: 30).

⁶⁰ A tale proposito, pare opportuno precisare come gli interventi recentemente introdotti al fine della tutela degli interessi istituzionali, siano rivolti in modo precipuo agli azionisti, e particolarmente alle minoranze azionarie, poiché *"il soggetto economico delle imprese risente di una prevalenza dei conferenti di capitale di rischio rispetto ai conferenti il lavoro. Ciò deve essere letto come aderenza ad un principio di realtà che, partendo dall'osservazione degli elementi di contesto, prende atto della diffusione [...] di ordinamenti giuridici che attribuiscono ai proprietari del capitale il diritto di governare l'impresa"* Ciò pare legato alla differente modalità di partecipazione al rischio di impresa da parte delle due categorie preminenti nella composizione del soggetto economico, vale a dire lavoratori dipendenti e azionisti medesimi. In tal senso, gli interessi dei lavoratori appaiono storicamente oggetto di maggiore protezione in quanto *"salvaguardati da un complesso di norme che regola il rapporto*

predisposte a difesa di eventuali abusi condotti dagli individui ingerenti nelle funzioni gestionali è andata infatti assumendo, come meglio definito nel seguito, un ruolo critico e centrale in quanto presupposto primario per l'efficiente allocazione delle risorse finanziarie e dunque per il funzionamento corretto di mercato e aziende.

2.3. DALLA NOZIONE DI SOGGETTO ECONOMICO A QUELLA DI PORTATORI DI INTERESSI ISTITUZIONALI E ASSETTI PROPRIETARI

L'identificazione del soggetto economico ed in particolare della compagine azionaria⁶¹, in qualità di portatore degli interessi istituzionali, presenta valenza critica nella definizione delle politiche gestionali e nella comprensione delle finalità perseguite attraverso l'attività di impresa. Ciò, si è visto, assume particolare significato nei sistemi aziendali di maggiore complessità, ove si realizzano meccanismi di delega dei poteri conseguenti al frazionamento del capitale, l'introduzione dei quali postula un'attenta osservazione delle differenti categorie di interessi coinvolti al fine di individuare quelle rilevanti per lo svolgimento dell'impresa. In tali contesti, il contemperamento tra i suddetti interessi rende infatti necessaria la predisposizione di forme di rappresentanza idonee alla realizzazione del perseguimento di fini comuni e particolari⁶².

di lavoro dipendente, da un sistema collettivo di contrattazione per il raggiungimento di accordi sul trattamento economico minimo riconoscibile alle diverse figure professionali e ai diversi livelli di inquadramento giuridico, da interventi sia pubblici, sia privati in caso di situazioni di crisi di impresa o di congiunture sfavorevoli in ambiti territoriali". I conferenti di capitale, al contrario, hanno assunto solo recentemente una maggiore rilevanza nell'elaborazione di meccanismi di tutela. La debolezza di tali soggetti, correlata all'esclusiva garanzia offerta dal "corretto funzionamento dell'impresa e del mercato" ha condotto alla revisione delle disposizioni normative loro inerenti, nell'esigenza di riforme del diritto societario volte in tale direzione. Cfr. FELLEGARA (2005: 10 e ss.)

⁶¹ Si intende qui fare riferimento all'insieme degli azionisti quali membri del soggetto economico, secondo la definizione dello stesso fornita ed analizzata nella parte precedente del capitolo.

⁶² Il principio del contemperamento degli interessi, essenziale all'efficienza nello svolgimento dell'azienda, trae il proprio fondamento dalla confluenza nella stessa della pluralità di interessi facenti capo ai conferenti dei fattori primari. Anche prescindendo dai lavoratori dipendenti, risulta evidente come per la sola categoria degli apportatori di capitale di rischio si individuino fini non necessariamente coincidenti, che richiedono di conseguenza l'implementazione di strumenti di composizione degli stessi. In tal senso devono essere interpretati gli interventi a più livelli introdotti nella direzione di una più completa rappresentazione delle differenti istanze in esame anche attraverso la riconfigurazione degli organi di azienda secondo forme maggiormente

La citata tendenza alla separazione tra proprietà e controllo è stata ricondotta da alcuni Autori⁶³ alla teoria dell'agenzia, che interpreta il rapporto tra azionisti e *manager* secondo lo schema principale-agente, in forza del quale i primi attribuiscono le proprie prerogative di governo economico ai secondi. Il trasferimento delle funzioni e responsabilità in oggetto, attraverso il conferimento agli amministratori dei poteri inerenti la gestione, determina il generarsi di asimmetrie informative tra le due categorie di soggetti coinvolti in ragione dei differenti ruoli rivestiti all'interno delle dinamiche aziendali. I *manager*, infatti, qualificandosi come attori interni alle stesse, hanno accesso alle informazioni di maggiore rilievo in merito all'andamento economico dell'impresa. Tale circostanza, rafforzata dalla possibile divergenza tra le rispettive finalità⁶⁴, comporta

per gli azionisti una situazione di intrinseca inferiorità legata alla difficoltà di monitorare validamente l'operato degli amministratori stessi, con il rischio che questi ultimi assumano decisioni non conformi ai fini dei deleganti.

La possibilità che il *management* effettui scelte disallineate rispetto agli interessi sociali, siano esse dovute a meri errori di valutazione o all'esistenza di un conflitto di interessi vero e proprio⁶⁵ rappresenta un costo – il costo di agenzia – connesso al rapporto di delega in esame e inerente l'opportunità per i mandatari di espropriare i conferenti di

confacenti a tale scopo. In tale accezione, "è quindi del tutto evidente che, anche all'interno del soggetto economico, superato il primo livello di condivisione comune delle finalità di esistenza, equilibrio e sviluppo dell'impresa, riassumibile con il binomio durabilità-economicità, ogni componente tenda a determinare proprie finalità, in contrasto o a detrimento di quelle degli altri", il cui temperamento può essere conseguito tramite lo sviluppo "secondo le linee guida poste dal soggetto economico, [di] un piano di gestione che riduca conflitti interni ed esterni al soggetto economico e all'impresa, che massimizzi la coerenza tra azioni e finalità, nella ricerca di efficienza e di capacità per affrontare le sfide competitive poste dal mercato". Cfr. FELLEGARA (2005: 9 e ss).

⁶³ Cfr. JENSEN (1976); (1986); (1994).

⁶⁴ La diversa posizione rivestita da azionisti e amministratori si riflette parimenti in una frequente divergenza delle finalità perseguite. Larga parte della Letteratura a riguardo concorda nell'attribuire ai primi finalità di lungo periodo ed inerenti la sopravvivenza dell'impresa secondo economicità, laddove i secondi prediligerebbero obiettivi di breve periodo e correlati a massimizzazione del profitto e crescita dimensionale. Analogamente, come si vedrà nel seguito, si riscontra una divergenza tra i fini di azionisti di controllo e azionisti di minoranza, in rapporto alla natura stessa degli investimenti effettuati nel capitale di impresa. Cfr. FELLEGARA (2005: 9);

⁶⁵ Gli amministratori, in forza della posizione rivestita all'interno dell'impresa, dispongono di potere decisionale e possibilità di accesso alle informazioni rilevanti tali da consentire loro di perseguire i propri interessi, non solo in contrasto potenziale con i fini degli azionisti-deleganti, ma anche con quelli coerenti con l'ipotesi di funzionamento e sopravvivenza dell'impresa. Questi ultimi sono definiti extrasociali, a sottolinearne l'estraneità rispetto agli obiettivi di impresa.

capitale dei benefici scaturenti dalla gestione aziendale. Ciò discende dall'impossibilità di definire l'intero complesso dei diritti afferenti al rapporto di agenzia, in speciale misura quelli relativi al controllo, in conformità a quanto enunciato dalla teoria dei contratti incompleti⁶⁶. In base ad essa è possibile distinguere tra i diritti specifici, chiaramente definiti al momento della stipulazione del contratto, e quelli residuali, correlati cioè a situazioni non prevedibili *ex ante*. La seconda categoria si manifesta, dunque, solo successivamente alla definizione delle condizioni contrattuali stesse, rendendo possibile per gli agenti-amministratori un'ampia discrezionalità nello svolgimento delle proprie funzioni.

La libertà di azione posseduta dal *management* e l'esigua capacità di controllo da parte dei conferenti di capitale costituiscono elementi caratteristici delle società per azioni a proprietà diffusa, tipiche del modello anglosassone, nelle quali la molteplicità di piccoli azionisti non dispone di incentivi e potere sufficienti a consentire loro l'esercizio di un'effettiva influenza sulla condotta degli amministratori.

Parzialmente differente, sebbene contraddistinto da problematiche affini, risulta il contesto prevalente nei Paesi dell'Europa continentale. Questi si caratterizzano per una più ampia diffusione dei modelli proprietari concentrati, nei quali si riscontra la presenza di azionisti di controllo in grado di ingerire con superiore intensità sul processo decisionale e sull'operato dei *manager*. Tale stato di cose, se da un lato determina una minore immediatezza degli aspetti relativi alla formazione dei costi di agenzia, dall'altro pone in modo del tutto speculare la tematica del rapporto intercorrente tra minoranze azionarie e detentori di quote di maggioranza. In maniera analoga a quanto precedentemente osservato per il rapporto principale-agente, la presenza di *blockholder* in grado di indirizzare la gestione sottraendosi al controllo degli altri soci comporta la possibilità per i primi di appropriarsi di parte della ricchezza dell'impresa, destinandola al soddisfacimento di interessi particolari, di natura extrasociale. Il valore che gli azionisti maggioritari estraggono a danno degli *outsider* in forza della propria posizione, individuato in Dottrina con il termine benefici privati del controllo⁶⁷, costituisce - al pari dei costi di

⁶⁶ Cfr. IPPOLITO (2001); SHLEIFER A., VISHNY W. (1997); FURLOTTI (2007).

⁶⁷ I benefici privati del controllo, la cui natura può essere anche immateriale, in termini cioè di valore psicologico, sono stati definiti come "quel valore, qualunque ne sia la fonte, non ripartito tra tutti gli azionisti in proporzione alle quote detenute, ma attribuito esclusivamente a coloro che ne esercitano il controllo" DYCK, ZINGALES (2004). A tale proposito, pare opportuno precisare come si tratti di costi di

agenzia – un fattore di distorsione e inefficienza. Entrambi discendono infatti dal fenomeno della separazione tra proprietà e controllo e dalla successiva attribuzione delle prerogative di governo alla maggioranza azionaria in un caso, agli amministratori nell'altro.

La soddisfazione delle istanze degli investitori è quindi presupposto essenziale per il funzionamento dei mercati finanziari e della conseguente possibilità per le imprese di operare in essi, al fine di conseguire le risorse necessarie per lo sviluppo e la crescita economica nell'attuale contesto competitivo. Ciò pone quale tematica centrale di dibattito l'individuazione dei meccanismi e dell'insieme degli strumenti atti ad indurre gli attori del mercato ad effettuare investimenti nel capitale delle società quotate. Da simili premesse emerge il peso rivestito sia dall'adozione di politiche gestionali volte al contenimento degli interessi convergenti nell'impresa, sia dall'elaborazione di sistemi normativi e di regolamentazione in grado di offrire maggiori garanzie a coloro che variamente partecipano del rischio generale d'azienda. Tali aspetti rappresentano il complesso di precondizioni idonee a incidere in modo positivo sulle valutazioni effettuate dagli attori del mercato in ordine alle scelte di collocamento dei propri risparmi.

La creazione di fiducia nel pubblico degli investitori si delinea quindi quale leva per creazione di valore da parte delle imprese⁶⁸, in considerazione del carattere di variabile critica che la percezione dell'affidabilità delle stesse assume all'interno del processo decisionale dei soggetti in discussione. In altri termini, questi ultimi necessitano di garanzie relative alla futura soddisfazione delle attese correlate alla partecipazione al capitale societario, tali da assicurarne la protezione nei confronti di eventuali abusi commessi dai soggetti interni alla gestione.

La rilevanza dei temi oggetto di trattazione ha condotto alla diffusione di studi e approfondite analisi, volte all'indagine comparativa delle

cui natura ne rende difficoltosa la quantificazione. A tale riguardo alcuni Autori hanno proposto metodologie di misurazione fondate sull'elaborazione di indicatori ritenuti segnaletici del valore attribuito alla possibilità di estrazione dei benefici privati del controllo, quali per esempio i prezzi sostenuti per l'acquisizione di pacchetti di controllo, o il valore assunto del cosiddetto *voting premium*. Si vedano GIANFRATE (2006); BARCLAY, HOLDERNESS, (1989); DEANGELO E DEANGELO (1985); RAJAN E ZINGALES (2001).

⁶⁸ Il processo di creazione di fiducia nel pubblico degli investitori da parte delle aziende, variamente conseguito attraverso l'implementazione di meccanismi di tutela e politiche di *disclosure*, determina il configurarsi di questi ultimi quali *intangibles* essenziali alla creazione del valore di impresa. Cfr. ALLEGRI (2003: 6 e ss.).

strutture di *governance* esistenti, nel tentativo di individuare *best practice* e strumenti di tutela degli interessi istituzionali⁶⁹, in considerazione del rapporto intercorrente tra questi e funzionamento delle imprese secondo economicità e durabilità. Larga parte della Letteratura al riguardo sviluppata ha infatti posto in evidenza il nesso causale esistente tra intensità del ricorso al mercato dei capitali e meccanismi di protezione offerti dal sistema economico, rilevando un superiore grado di sviluppo dello stesso nei Paesi caratterizzati da un sistema giuridico maggiormente improntato alla tutela degli investitori e orientato alla trasparenza dell'informativa societaria. Le indagini empiriche svolte hanno mostrato come la presenza di prescrizioni normative e disposizioni regolamentari a tal fine introdotte contribuisca a ridurre l'entità delle asimmetrie informative e, per conseguenza, la discrezionalità di azionisti di controllo e amministratori⁷⁰.

Le conclusioni raggiunte dagli studi citati, unitamente alle pressioni esercitate dai diversi attori del mercato tra cui imprese, operatori finanziari, associazioni di categoria e investitori medesimi, hanno stimolato un progressivo rafforzamento dell'attenzione rivolta alle problematiche attinenti la tutela degli interessi istituzionali e la ricerca di validi sistemi finalizzati all'offerta di maggiori garanzie in tale ambito. Ciò ha contribuito a creare il fondamento logico sotteso non solo all'intensificarsi dell'attività giuridica e di regolamentazione negli ultimi decenni nei Paesi ad economia avanzata, ma anche all'insieme di interventi intrapresi da differenti organismi privati. Questa seconda casistica, sovente frutto di concertazioni tra esponenti del mondo

⁶⁹ Nella presente trattazione si è ritenuto di non descrivere in modo dettagliato le teorie elaborate nell'alveo del dibattito internazionale inerente i sistemi di *corporate governance*, in quanto non oggetto centrale del lavoro. Nondimeno, giova menzionare che gli Autori che hanno approfondito la tematica, hanno condotto analisi comparative in merito ai differenti modelli di governo societario prevalenti nei diversi Paesi, tentando di individuare i fondamenti economici, giuridici e politici sottesi a tali divergenze. Le indagini empiriche diffuse negli ultimi decenni hanno, inoltre, evidenziato fattori critici comuni a tali aspetti e grado di sviluppo dei mercati finanziari, nonché un processo di tendenziale convergenza per quanto riguarda prassi e regole di *governance*, tali da uniformarne gli aspetti salienti pur nei differenti contesti di azione. Per approfondimenti in merito a tali filoni di studio, si vedano, tra gli altri, BEBCHUCK, ROE (1999); CHEFFINS (2001); CHOI (2002); COFFEE (1999); LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY (1997); ROE (2000).

⁷⁰ A tale riguardo, come più ampiamente illustrato nel seguito della trattazione, gli studi menzionati hanno individuato specifici fattori atti contenere i costi correlati al rapporto di agenzia, rinvenibili nell'impiego di contratti incentivanti *ex ante*, nell'adozione di principi condivisi di *disclosure*, negli interventi normativi e nell'affidabilità del sistema giudiziario, nel funzionamento del mercato delle acquisizioni. Cfr. SHLEIFER, VISHNY (1997)

accademico, rappresentanti della realtà imprenditoriale e organi istituzionali, è tesa all'introduzione di meccanismi di autodisciplina e di più adeguati standard di *disclosure*, la cui applicazione presenta natura volontaria.

Quanto detto in merito alle forme di protezione degli investitori contribuisce a delineare il quadro di complessità inerente gli interventi a tale scopo implementati nell'ambito dell'attività aziendale, per quanto con difforme efficacia. Si tratta, infatti, di un insieme composito di strumenti, differenti in rapporto ad organi di emanazione, obbligatorietà nell'applicazione degli stessi ed oggetto di riferimento. Per tale ragione il tentativo di fornirne una classificazione postula necessariamente la scelta di un criterio che, prescindendo dagli altri, ne consenta la collocazione in una categoria definita. Il procedimento delineato richiede dunque di trascurare i nessi di interrelazione trasversali alle differenti tipologie individuabili, pur nella consapevolezza della loro sussistenza e significatività.

Schematizzando in modo sintetico i primi due aspetti, è possibile – come già accennato – distinguere tra i meccanismi di carattere impositivo, la cui introduzione è riconducibile a provvedimenti normativi e regolamentari emanati da organismi pubblici, e quelli elaborati da entità a matrice privata, frequentemente rispondenti ad esigenze diffuse tra gli attori del mercato non ancora colte dal sistema giuridico e quindi intesi ad un'applicazione discrezionale e volontaria.

Ciò che risulta di maggiore interesse ai fini della trattazione risiede nella considerazione dei possibili oggetti ai quali i differenti strumenti di tutela sono indirizzati. In base a tale criterio, volendo ricondurre a tassonomia la molteplicità di questi ultimi, si ritiene utile l'individuazione di due macrocategorie, l'una inerente la *governance* delle società, l'altra la trasparenza informativa. Entrambi gli ambiti di azione appaiono infatti atti ad incidere sul grado di protezione delle minoranze dai rischi di espropriazione in vista di fini extrasociali. La definizione di regole di governo societario idonee a garantire una maggiore partecipazione del complesso dei soci alla vita di impresa ed una più equilibrata rappresentazione delle differenti categorie di interessi all'interno degli organi aziendali può costituire un efficace mezzo di contenimento della libertà di azione di amministratori e azionisti di controllo. In modo analogo, l'introduzione e l'effettiva implementazione di elevati standard

di comunicazione esterna consentono una sensibile riduzione dell'asimmetria informativa, diminuendo per tale via le occasioni di *free riding*⁷¹ per coloro che operano all'interno dell'azienda.

Parlare di *governance* e di pratiche di *disclosure* significa in realtà richiamare un insieme di contenuti molto ampio e articolato, in ragione della vastità di elementi riconducibili a tali concetti. Al fine di inquadrare, senza pretese di esaustività, il complesso degli istituti oggetto di intervento, si richiamano di seguito i tratti essenziali di entrambi, così da circoscriverne i confini e in tal modo definire gli obiettivi delle azioni intraprese.

2.4. STRUMENTI DI TUTELA DEGLI INTERESSI ISTITUZIONALI

Come anticipato nel paragrafo precedente, le esigenze di tutela riconosciute a differenti livelli nei confronti dei portatori di interessi istituzionali si pongono quale sistema articolato e composito, i cui singoli elementi costitutivi presentano reciproche interrelazioni, tali da configurarne un complesso coordinato e coeso.

Nonostante i caratteri dianzi evidenziati, al fine di fornire una descrizione sistematica dell'insieme dei meccanismi di protezione attuati a presidio delle attese convergenti nelle aziende, si manifesta la necessità di pervenire ad una classificazione delle stesse in base ad ipotesi semplificatrici che permettano di prescindere almeno in parte dai nessi trasversali ai diversi strumenti, pur nella consapevolezza della loro sussistenza e rilevanza. In relazione agli obiettivi della presente trattazione, pare interessante pertanto una distinzione dei medesimi in relazione all'oggetto cui sono riferiti. Ciò, come detto, conduce alla descrizione separata tra le misure inerenti la *corporate governance*, da un lato, e quelle relative alle pratiche di *disclosure* dall'altro. Le due tipologie così individuate infatti, pur presentando significativi punti di contatto che non devono essere trascurati nella considerazione della materia nella sua globalità, consentono nondimeno di identificarne in modo più agevole e

⁷¹ Con il termine *free riding*, si intende l'insieme dei comportamenti opportunistici che coloro che ricoprono una posizione di *insider* nella gestione aziendale sono in grado di porre in essere in forza delle informazioni rilevanti di cui dispongono e della difficoltà per gli agenti-azionisti di implementare efficaci controlli sull'operato degli stessi.

con maggiore chiarezza tratti peculiari ed elementi distintivi attribuibili alle due classi prese in esame.

2.4.1 CORPORATE GOVERNANCE

L'esigenza di contemperamento degli interessi convergenti nell'azienda si riflette in concreto nella struttura interna della stessa. Composizione e configurazione degli organi d'impresa, attraverso definiti meccanismi di partecipazione, rappresentanza e controllo, determinano le modalità con le quali le differenti categorie di membri del soggetto economico prendono parte e incidono sull'indirizzo della gestione⁷². Questi, infatti, pur detenendo prerogative di governo economico, raramente ne attuano l'esercizio in via immediata, anche a causa del grado di specializzazione e delle competenze necessarie a tale fine⁷³. Ciò trova riscontro nella costituzione di organismi collegiali e nell'attribuzione agli stessi di funzioni e obiettivi coerenti con l'unità di direttive e di comando⁷⁴, quale postulato essenziale per una coordinata attività d'azienda.

In base a quanto osservato, lo stesso termine *corporate governance* indica l'insieme delle regole e degli strumenti predisposti e attuati per garantire lo svolgimento d'azienda secondo efficienza, mediante l'equilibrata attribuzione di poteri e responsabilità ed il riconoscimento dei diritti facenti capo ai soggetti istituzionali, anche attraverso la fissazione di norme procedurali e di comportamento⁷⁵. Si tratta, dunque, di un concetto

⁷² Le scelte inerenti l'assetto istituzionale rappresentano un elemento di estrema criticità, in particolar modo per le società di capitali, e specificatamente per le società per azioni, in relazione all'ampiezza della compagine azionaria ed a complessità e dimensionamento delle stesse. A tale proposito si veda AIROLDI, BRUNETTI, CODA (2005: 543 e ss).

⁷³ "L'unità di comando deve combinarsi con le possibilità di specializzazione e quindi non può ignorare le caratteristiche delle persone fisiche preposte ad attuare dati compiti ed a rappresentare una pluralità di interessi economici e non economici". MASINI (1982: 296).

⁷⁴ "Il comando... può essere esercitato su diversi piani, per poco che l'azienda sia complessa; ma deve essere articolato in modo tale che comandi diversi non interferiscano né contrastino tra di loro... L'unità di direttive significa che l'attività dell'azienda, in qualsiasi settore si eserciti, deve cooperare verso una comune meta e che gli organi supremi di comando hanno da essere costituiti in modo da determinare ed esprimere chiaramente e con autorità questa meta". ONIDA (1963: 132).

⁷⁵ Il concetto di *corporate governance*, in ragione della complessità della materia in oggetto, è stato variamente definito. Le nozioni rinvenibili in Letteratura, pur presentando una comune matrice, si differenziano parzialmente per l'accento alternativamente posto sui differenti aspetti a cui si fa riferimento con tale termine., in quanto si tratta di "una problematica che assume connotati diversi a

ampio, atto a ricomprendere i differenti ambiti della gestione aziendale che in modo diretto o indiretto afferiscono a tali problematiche e investono le relazioni tra i diversi attori coinvolti in vista del bilanciamento delle istanze da questi promosse. In tale accezione, nell'alveo della materia rientrano disciplina e istituti relativi sia agli organi di governo, in quanto effettivo *topos* di contemperamento degli interessi istituzionali nella definizione e applicazione delle strategie d'azienda, sia agli organi di sindacato, quali entità espressamente intese al riscontro del grado di perseguimento degli obiettivi prefissati⁷⁶.

In considerazione dell'accennata vastità degli aspetti inerenti la *corporate governance*, concepita quale strumento di tutela, pare opportuno evidenziarne i tratti chiave, muovendo dalla considerazione dei principali organi aziendali e delle funzioni ad essi attribuite, onde richiamare brevemente i principali oggetti ad essa riconducibili, variamente regolati da provvedimenti normativi o dal consolidamento di prassi condivise.

Nelle società per azioni, l'assemblea dei soci si presenta quale supremo organo di partecipazione dei conferenti di capitale all'attività di impresa, nel quale si realizza la possibilità di esplicare un'influenza sull'amministrazione attraverso l'esercizio dei diritti di *voice*⁷⁷. Si è detto, però, che la portata di tale strumento risulta limitata dalla scarsa partecipazione dei piccoli azionisti, che determina una minore efficacia di tale presidio. L'intervento alle adunanze assembleari risulta infatti più intenso da parte di coloro che detenendo quote di maggioranza, anche

*seconda del contesto con riferimento al quale essa è affrontata... non a caso, non esiste un'unica definizione di corporate governance generalmente accettata e valida per qualsiasi Paese; al contrario, le accezioni attribuite a tale espressione variano a seconda del contesto considerato". ALLEGRINI, BANDETTINI in ALLEGRINI, BIANCHI MARTINI (a cura di) (2006: 13). La molteplicità dei codici di autodisciplina elaborati nei diversi Paesi da organismi pubblici e privati costituiscono un esempio in tal senso, ognuno illustrando in modo difforme il concetto in esame, pur presentando chiare affinità dal punto di vista contenutistico. Citando l'introduzione alla prima edizione del Codice Preda, la *Corporate Governance*, "intesa come sistema delle regole secondo il quale le imprese sono gestite e controllate è il risultato di norme, di tradizioni, di comportamenti elaborati dai singoli sistemi economici e giuridici e non è certamente riconducibile a un modello unico, esportabile ed imitabile in tutti gli ordinamenti". BORSA ITALIANA S.P.A. (1999: 18).*

⁷⁶ In merito alle problematiche di governo societario in relazione all'economia aziendale si veda, tra gli altri, TREQUATTRINI (1999).

⁷⁷ I diritti di *voice* costituiscono l'insieme delle prerogative attribuite ai soci al fine di consentire loro l'intervento nell'assemblea come momento di incontro tra gli stessi e il *management*, in cui apprendere le linee gestionali e esprimere la propria volontà tramite l'esercizio del voto. Di contro si definiscono diritti di *exit* le facoltà di recesso consentite *ex lege* o statutariamente agli azionisti quale modalità di espressione del proprio dissenso, e strumento di tutela dei medesimi.

mediante la stipulazione di patti parasociali⁷⁸, o qualificandosi quali investitori istituzionali, sono mossi da un maggiore incentivo rinvenibile nell'effettiva capacità di influire concretamente sui processi decisionali, in forza del peso rivestito all'interno della compagine azionaria. Ciò ha condotto alla diffusione nei diversi ordinamenti di meccanismi volti a consentire l'incremento della presenza dei piccoli azionisti, attraverso la diffusione di pratiche in grado di rendere più agevole l'accesso alle assemblee. Appartengono a questa categoria il complesso di azioni inerenti le modalità di convocazione, di partecipazione diretta o indiretta, di esercizio del diritto di voto e più in generale di funzionamento dell'organo stesso⁷⁹, nonché le regole introdotte in ordine alla definizione dei *quorum* deliberativi, al processo di raccolta delle deleghe, alla costituzione di patti parasociali⁸⁰. Parimenti la tutela delle minoranze è perseguita affiancando alla disciplina dei menzionati elementi istituiti che ne delineano i poteri di denuncia a coloro che sono deputati al controllo interno e al tribunale, quali ulteriori mezzi di espressione del proprio disaccordo rispetto all'operato degli amministratori. Si riscontra inoltre, parallelamente all'insieme degli strumenti, intesi a rafforzare le possibilità

⁷⁸ Con l'espressione "patti parasociali" si intende fare riferimento all'insieme di accordi stabiliti tra azionisti di una società al fine di regolare il comportamento successivo dei soci in merito a determinati aspetti: il sindacato di voto, in tal senso, si configura come un patto parasociale avente ad oggetto l'esercizio del diritto di voto. Cfr. GALGANO (2003: 185 e ss.). Per le ragioni insite nella stessa definizione enunciata, tali patti si configurano come strumenti atti a conseguire il controllo "coalizionale", inteso come "stadio intermedio tra le società in cui la proprietà è detenuta da un unicoazionista di maggioranza assoluta e quelle, cosiddette a capitale diffuso, in cui prevale il controllo manageriale". CASTELLANO, CORVINO, CAVALLINI in ALLEGRINI, BIANCHI MARTINI (a cura di) (2006: 112).

⁷⁹ In merito a tali aspetti, gli ordinamenti dei Paesi ad economia avanzata, analogamente alla diffusione di *best practice* tendenzialmente convergenti e condivise a livello internazionale, hanno introdotto strumenti volti all'agevolazione della partecipazione degli azionisti alle riunioni assembleari così come ai processi decisionali. Per citare alcuni esempi che sono stati oggetto di interventi normativi anche nel contesto Italiano, pertengono alla categoria in esame l'introduzione della possibilità di convocare l'assemblea tramite avvisi su quotidiani a diffusione nazionale o di partecipare alle adunanze mediante mezzi telematici, la regolamentazione del voto per corrispondenza, l'introduzione di regolamenti volti alla disciplina dello svolgimento dei lavori assembleari.

⁸⁰ La necessità di disciplinare i patti di sindacato a tutela delle minoranze discende dalla natura degli stessi, quali mezzi che "consentono di realizzare coalizioni tra alcuni soci volte a porre in essere una disciplina dei rapporti sociali differente o accessoria all'atto costitutivo ed allo statuto della società" il cui effetto sugli assetti proprietari varia a seconda della tipologia di accordo considerato (sindacati di voto e di blocco, patti di consultazione e di prelazione). CASTELLANO, CORVINO, CAVALLINI in ALLEGRINI, BIANCHI MARTINI (a cura di) (2006: 113).

di intervento, si riscontra inoltre la previsione del diritto di recesso come garanzia residuale per i soci dissenzienti.

Gli aspetti descritti, pur non esaurendo la totalità dei fattori inerenti l'organo assembleare passibili di regolamentazione allo scopo di una maggiore protezione degli interessi istituzionali, nondimeno offrono una visione di sintesi in merito ai possibili procedimenti attraverso cui intensificare le prerogative spettanti ai soggetti che ne sono portatori. La previsione di strumenti idonei a consentire loro la partecipazione e l'attuazione di forme di controllo consegue il risultato di offrire una maggiore leva nel contemperamento dei propri fini con quelli dei *manager* o degli azionisti di controllo.

Lo stesso obiettivo permea le prescrizioni normative e le prassi, introdotte su base volontaria, con riferimento all'organo amministrativo. Quest'ultimo detiene, in forza del rapporto di delega istituito tra conferenti di capitale e *management*, le prerogative massime attinenti la gestione dell'impresa, rendendo di assoluta preminenza la disciplina dell'attribuzione e delle modalità di svolgimento dei compiti ad esso propri. A tale riguardo, la stessa composizione dell'organo consiliare⁸¹ si connota quale presupposto di centrale rilevanza, se valutato in relazione alle esigenze di rappresentanza della compagine azionaria nella sua interezza, da un lato, e di contenimento della discrezionalità dei membri con funzioni operative, dall'altro. Il tema riguardante la presenza ed il numero di amministratori non esecutivi⁸², ed in particolare di quelli indipendenti, ha in questa prospettiva acquisito una posizione di preminenza nel dibattito sui modelli di *corporate governance*. Costoro, operando un controllo nei confronti dei soggetti investiti dei massimi poteri, cioè amministratori delegati e presidente del consiglio di amministrazione, ricoprono un ruolo significativo nella protezione degli interessi istituzionali, in special misura quando il possesso dei requisiti di indipendenza ne assicuri un superiore grado di autonomia. Similmente, le previsioni inerenti la nomina di uno o più consiglieri espressione delle minoranze azionarie⁸³ costituiscono un mezzo finalizzato alla garanzia di rappresentanza delle stesse nella definizione delle linee strategiche, nonché di limitazione dell'eventuale perseguimento di finalità extrasociali.

⁸¹ Cfr. ALLEGRINI, BANDETTINI in ALLEGRINI, BIANCHI MARTINI (a cura di) (2006: 13 e ss.).

⁸² A tale riguardo si veda PANZANI (2002: 1196 e ss.).

⁸³ In merito alla nomina di amministratori espressione delle minoranze, si veda CARBONETTI (2007).

Coerente con quanto affermato è anche il principio secondo cui le due figure di amministratore delegato e presidente debbano preferibilmente non assommarsi in un unico soggetto, al fine di eliminare il rischio insito nell'attribuzione delle prerogative di vertice ad una sola persona, con le conseguenti ripercussioni sul processo decisionale.

La tutela delle minoranze, postulando la trasparenza nelle pratiche di governo societario, ha indotto in molti ordinamenti raccomandazioni circa l'introduzione di comitati costituiti in seno al consiglio di amministrazione, specificatamente i comitati per le proposte di nomina e la retribuzione dei consiglieri e quello di controllo interno⁸⁴. Ciò al fine di affidare le questioni di maggiore delicatezza a organi in cui la prevalenza di soggetti non esecutivi e indipendenti possa garantire dal perseguimento di finalità non conformi all'interesse d'azienda. La scelta dei candidati per le cariche inerenti i vertici aziendali, la definizione delle retribuzioni a questi riconosciute per lo svolgimento dei compiti loro affidati, così come il controllo sulla rispondenza dell'operato dei medesimi a prescrizioni normative e previsioni statutarie, si connotano infatti come possibili ambiti di azioni opportunistiche, il pericolo delle quali rende conveniente l'individuazione di meccanismi atti a consentirne il contenimento.

Considerando il consiglio di amministrazione nella propria interezza, prescindendo cioè dalla distinzione tra membri con compiti di natura operativa e membri non esecutivi, i presidi posti per la protezione dei soci relativi alla composizione dell'organo in esame sono riconducibili alla definizione preventiva dei requisiti essenziali per l'accesso a tale incarico, ivi compresa la previsione di limiti al numero degli incarichi che possono essere ricoperti da un medesimo individuo, al fine di assicurarne la presenza e la necessaria diligenza nello svolgimento delle proprie mansioni, nonché l'individuazione di precise responsabilità sia solidali, sia in capo ai singoli.

Si è già rilevato che la separazione di proprietà e controllo e la correlata manifestazione di asimmetrie informative, si è visto, comportano il rischio di azioni opportunistiche da parte dei *manager*. La consapevolezza dell'inferiorità congenita propria delle minoranze azionarie ha condotto, inoltre, all'elaborazione di meccanismi tesi all'allineamento delle scelte operate dagli amministratori con le finalità di queste ultime, attraverso l'impiego di contratti incentivanti *ex ante*. Tali meccanismi, spesso fondati

⁸⁴ Cfr. BROUNTAS (2004).

sulla creazione di una relazione positiva tra retribuzione del *management* e risultati aziendali e sull'attribuzione di pacchetti azionari allo stesso⁸⁵, rappresentano efficaci mezzi di indirizzo delle dinamiche gestionali nella direzione di un effettivo temperamento degli interessi.

Diversa, pur se correlata alla presenza di asimmetrie informative, è la possibilità per gli amministratori di accedere a informazioni rilevanti od operare in situazioni di conflitto di interessi tali da permettere loro, in entrambe le fattispecie, l'assunzione di decisioni orientate ai propri interessi. a discapito dei conferenti di capitale, quando non in netto contrasto con la conduzione dell'azienda secondo economicità. Anche a tale riguardo l'insieme di norme e regole volte alla pubblicità di eventuali conflitti di interesse, ed alla condivisione delle notizie in oggetto, si prefigge l'obiettivo di eliminare il *gap* derivante dal rapporto di agenzia.

La strutturazione del sistema di *governance* di un'azienda, nel conferire ampi poteri a coloro che ricevono il mandato relativo a potere decisionale e conduzione della stessa, non può prescindere dall'istituzione di un sistema di controlli volti al riscontro dell'insieme di scelte ed azioni poste in essere dagli organi delegati al governo⁸⁶. La supervisione degli accadimenti ai diversi livelli della gerarchia di impresa consente infatti la verifica del rispetto dell'economicità e dell'adesione alle attese primarie in essa convergenti, nella consapevolezza che “[...] il temperamento degli interessi è opera degli organi di governo economico e nell'ipotesi di disaccordo insanabile giovano arbitri esterni e una magistratura specializzata”⁸⁷. In tale ottica le funzioni di sindacato si connotano per la composita articolazione e la dimensione trasversale ai differenti ambiti dell'attività aziendale⁸⁸, costituendo un sottosistema della struttura di governo medesima, tale da interessare in pari grado gli aspetti gestionali, organizzativi e delle determinazioni d'impresa⁸⁹. Nel dettaglio, gli oggetti del controllo investono la rispondenza dei processi decisionale e operativo alle disposizioni normative vigenti, ai principi di comportamento ed alle linee di indirizzo preventivamente stabilite, nonché l'efficacia ed efficienza dei

⁸⁵ A tale riguardo si veda HANLON, RAJGOPAL, SHEVLIN (2003); LARCKER (2003); BENS, NAGAR, SKINNER, WONG (2003).

⁸⁶ In merito al controllo sull'attività amministrativa si veda PANZANI (2002).

⁸⁷ MASINI (1982: 295).

⁸⁸ “Il sistema dei controlli opera attraverso organi diversi e si articola in modo complesso per livelli, contenuti e strumenti attuativi, originando processi complementari e congiunti [...]”. FELLEGARA (2005: 51).

⁸⁹ Cfr. MASINI (1982: 301 e ss).

sistemi informativi, la coerenza dell'impianto strategico rispetto alla definizione dell'ambiente di rischio, la conformità dell'assetto organizzativo⁹⁰.

La complessità connaturata al concetto di controllo e all'attuazione di processi interdipendenti ad esso riferibili ha contribuito a porre diffusamente in risalto le problematiche riguardanti la definizione del sistema dei controlli, riferibile in primo luogo al controllo interno. Quest'ultimo, in quanto strumento complementare ai meccanismi di *governance*, con essi integrato, postula infatti il chiarimento dei presupposti logici di base e delle concrete finalità ad esso preposte affinché la successiva implementazione risulti corretta e adeguata al contesto aziendale di riferimento. Le difficoltà insite in tale procedura scaturiscono proprio dalle molteplici sfumature che la funzione del controllo presenta in termini di soggetti coinvolti, ambiti interessati e contenuto delle funzioni che ne sono caratteristiche. In tal senso il controllo interno si qualifica come processo che, in un dato ambiente di impresa, complessivamente attua la valutazione dei rischi, il riscontro delle operazioni poste in essere dal *management* e supervisione l'insieme delle comunicazioni interne ed esterne⁹¹.

Prescindendo da una descrizione dettagliata dei contenuti della materia in esame e focalizzando la trattazione sul controllo interno quale strumento articolato volto a presidio degli interessi istituzionali, si ritiene di interesse l'individuazione dei diversi organismi coinvolti in tale attività con funzioni tra loro interdipendenti. In tale prospettiva detiene un ruolo centrale in Italia il collegio sindacale, avendo compiti di vigilanza su corretto esercizio dell'amministrazione, assetto organizzativo, sistema amministrativo-contabile, rispetto di norme e disposizioni statutarie. L'ampiezza delle materie ad esso affidate, i poteri di cui è investito e i requisiti di indipendenza previsti per i membri ne determinano il rilievo in ordine alla tutela dei soci⁹², quale primario organo di vigilanza dell'operato degli amministratori.

⁹⁰ Cfr. D'ONZA, ROMANO in ALLEGRI, BIANCHI MARTINI (a cura di) (2006: 57); FELLEGARA (2005: 51 e ss).

⁹¹ Cfr. PRICEWATERHOUSECOOPERS, (2004: 13 e ss.).

⁹² Con particolare riguardo alla protezione degli azionisti di minoranza, giova ricordare come – in modo analogo a quanto previsto per il consiglio di amministrazione – sia richiesta anche per il collegio sindacale la nomina di sindaci espressione delle minoranze, allo scopo di garantire alla stessa una più efficace rappresentanza all'interno del principale organo di controllo interno all'azienda. Cfr. CARBONETTI (2007).

Il controllo interno coinvolge però altre figure, ognuna delle quali investita di peculiari prerogative, sebbene spesso tangenti e parzialmente sovrapposte. La supervisione della gestione è in tal senso attribuita anche al comitato per il controllo interno e all'*internal auditing*. La principale distinzione tra le due funzioni menzionate risiede nelle differenze in termini di composizione e collocazione nell'organigramma aziendale. Il primo si pone quale organo collegiale costituito all'interno del consiglio di amministrazione da membri non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti. Il secondo rappresenta invece una funzione generalmente attribuita ad un unico individuo, in linea di principio dipendente dal presidente del consiglio di amministrazione, con compiti consultivi e di supporto nei confronti dell'organo collegiale in merito a *risk management*, controllo e *corporate governance*, per l'espletamento dei quali intrattiene contatti con sindaci, revisori e organo di vigilanza interno.

Per completezza di esposizione deve essere fatto cenno alla categoria dei controlli esterni, ad ulteriore garanzia di imparzialità per quanto riguarda adempimento delle funzioni di vigilanza. Con tale espressione si intende fare riferimento sia alle società di revisione contabile, sia agli organismi istituzionali, rientranti nel sistema dei controlli sovraordinati. Questi ultimi sono investiti delle funzioni di regolamentazione e supervisione delle società operanti sui mercati, secondo quanto stabilito dal sistema giuridico vigente nei differenti ordinamenti, al fine di garantire un meccanismo di vigilanza pubblica estraneo alla compagine aziendale e pertanto ritenuto maggiormente affidabile.

La figura 1.3 fornisce una visione sintetica dell'articolazione dei diversi organi, interni ed esterni, preposti al controllo, delineandone la complessità e la potenziale sovrapposizione in termini di funzioni assegnate in ordine alla supervisione dei differenti ambiti gestionali.

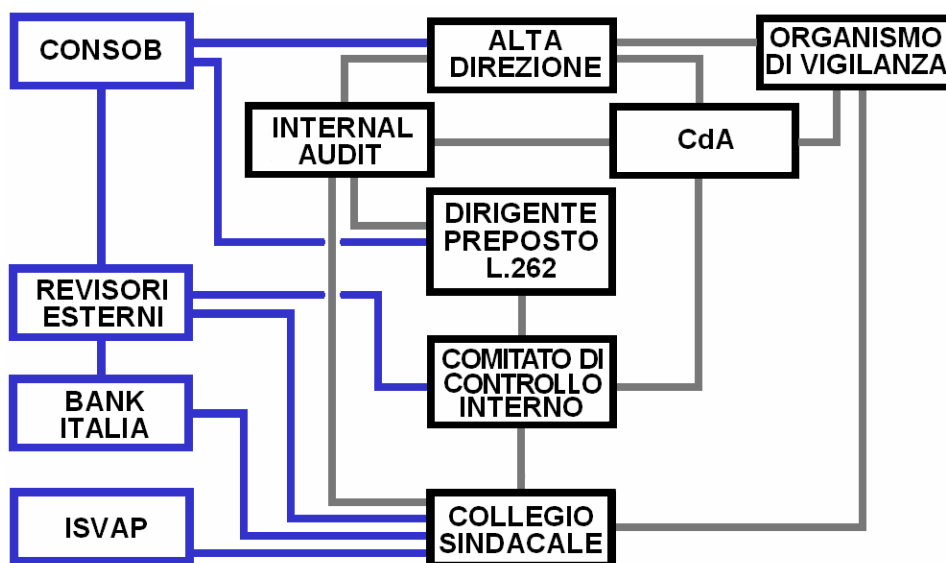


Figura 2.1: Organismi di controllo interni (indicati dal tratto nero) ed esterni (indicati dal tratto blu) all'azienda e mutue interconnessioni tra i medesimi.

Quanto fin'ora descritto, pur non addentrandosi nel dettaglio di compiti e interrelazioni instaurate tra soggetti e funzioni interessate dalle strutture di *governance*, consente comunque di coglierne il grado di complessità e la reciproca determinazione, ponendo in evidenza come il governo societario, la tutela degli interessi istituzionali e la ripartizione di poteri e responsabilità rappresentino ciascuno una materia la cui configurazione interseca di necessità quella delle altre. In tale accezione gli interventi volti a favorire la partecipazione degli azionisti alla vita d'azienda, per il tramite dell'accesso alle riunioni assembleari, i meccanismi finalizzati all'allineamento dei fini di questi con l'operato del *management* o al contenimento della discrezionalità operativa e decisionale e la predisposizione di un sistema di controllo credibile ed efficace, rientrano nell'unitario sistema di *corporate governance*. Tuttavia, se l'insieme di regole e strumenti ad esso propri risponde all'esigenza di contenere le potenziali conseguenze in termini di libertà di azione degli *insider* e di più agevole accesso ai dati gestionali, derivanti dalla separazione di proprietà e controllo, risulta di pari importanza la necessità di procedere ad un contenimento dell'asimmetria informativa attraverso l'adesione a standard di *disclosure* tali da colmare, almeno in parte, il *gap* esistente tra minoranze azionarie da un lato e azionisti di controllo o

management dall'altro. L'integrazione di pratiche di *governance* e trasparenza informativa si pone pertanto come presupposto essenziale all'introduzione di adeguati livelli di protezione ai portatori di interessi istituzionali.

2.4.2 COMUNICAZIONE ECONOMICO FINANZIARIA

L'azienda, qualificandosi come sistema aperto, intrattiene rapporti di interscambio con l'ambiente esterno, economico e non economico. Le relazioni che con questo si instaurano presentano il carattere della reciprocità, in considerazione della natura permeabile dei variabili confini⁹³ dell'impresa. In tale prospettiva, gli accadimenti aziendali sono influenzati dai fenomeni che si verificano nel loro contesto di azione, ai quali si adattano, così come l'ambiente e gli elementi che a questo pertengono reagiscono alle variabili gestionali attraverso un processo di mutua determinazione. I rapporti intercorrenti tra l'impresa e l'esterno generano molteplici flussi ordinati di *input* e *output* essenziali all'attività della stessa e coerenti con la natura di ordine economico dell'istituto da cui promana. Accanto al composito insieme dei fattori e dei prodotti scambiati con l'ambiente, assume rilievo il processo di diffusione e raccolta delle informazioni, in forza del quale sono sviluppate capacità adattive da un lato, mentre dall'altro vengono soddisfatte le differenti categorie di attese in gioco⁹⁴.

L'insieme dei procedimenti che muove dalla rilevazione dei dati per giungere alla produzione di informazioni costituisce il sistema informativo d'azienda⁹⁵. Più specificatamente quest'ultimo, presentando

⁹³ I confini dell'azienda si caratterizzano per la loro modificabilità in relazione alle scelte operate dal soggetto economico in termini dimensionamento, estensione orizzontale o verticale, esternalizzazione o internalizzazione. L'individuazione degli stessi non risulta di immediata evidenza, ragione per la quale è necessario alla loro definizione il ricorso a parametri di riferimento, inerenti la struttura giuridica e il grado di diffusione dell'influenza degli organi di governo. Cfr. AIROLDI, BRUNETTI, CODA (2005: 309 e ss).

⁹⁴ "All'interno, il sistema informativo ha un valore strumentale rispetto al sistema delle decisioni e dei controlli aziendali... verso l'esterno dell'azienda, invece, il sistema informativo serve a soddisfare le richieste conoscitive di quanti abbiano interessi collegati alle posizioni ed agli andamenti dell'azienda" MARCHI (1993: 8).

⁹⁵ Cfr. DEVALLE (2006: 8 e ss.); DI STEFANO (1990: 141 e ss.); MARCHI (1993: 3 e ss).

una natura sistemica, può essere descritto come il complesso degli elementi vicendevolmente correlati che partecipano al processo di raccolta dei dati medesimi, al fine di produrre le informazioni da destinare ai differenti attori aziendali. Esso si caratterizza dunque per un'area che coincide con quella del sistema aziendale, del quale ricopre e indaga l'intera area di attività. Sono parte del sistema informativo i dati originari, qualitativi e quantitativi, scaturenti dai fenomeni di impresa, le risorse umane e tecniche rivolte all'elaborazione degli stessi e le procedure allo scopo implementate, tali da soddisfare la domanda interna ed esterna di informazioni⁹⁶.

Il prodotto scaturente da tale processo, frutto dell'accennata attività di raccolta, organizzazione e codificazione⁹⁷, è costituito dall'informazione, quale elemento idoneo ad arricchire mediante i propri contenuti la conoscenza degli accadimenti d'azienda da parte dei soggetti interessati. La generazione dell'informazione rappresenta, però, un primo momento la cui efficacia richiede lo svolgimento di successive funzioni, ordinate alla divulgazione dei contenuti ai destinatari predefiniti. Si configura per tale via il sottosistema delle comunicazioni d'azienda quale processo che, ricomprendendo le relazioni impresa-ambiente, si qualifica come insieme ordinato di processi volti alla trasmissione delle informazioni medesime *"da un emittente ad un ricevente"*⁹⁸. In tale accezione, la comunicazione, intesa come attività posta in essere dall'azienda, non consiste nella mera diffusione di informazioni precostituite. Essa si pone come procedimento atto a produrre un significato ulteriore rispetto a quello proprio dei dati oggetto di elaborazione⁹⁹, in considerazione dell'interazione esistente tra

⁹⁶ *"Il sistema informativo aziendale può essere visto come l'insieme degli elementi e delle loro relazioni che determinano i procedimenti di produzione dell'informazione, partendo dai dati che descrivono, in origine, i fenomeni aziendali e ambientali: procedimenti finalizzati a soddisfare, con efficacia ed efficienza, le esigenze conoscitive interne ed esterne d'azienda"*. MARCHI (1993: 8).

⁹⁷ *"... il sistema informativo si occupa della «produzione» delle informazioni (e più esattamente della raccolta, della selezione, della classificazione ed elaborazione delle stesse)"*. DI STEFANO (1990: 143).

⁹⁸ DI STEFANO (1990: 145).

⁹⁹ La comunicazione può essere distinta in esplicita ed implicita. A tale proposito è opportuno porre in evidenza come la stessa decisione di non fornire informazioni in merito a determinati argomenti possa in alcuni casi configurarsi come un processo comunicativo. Ciò perché le scelte dell'impresa assumono una valenza segnaletica, veicolando un messaggio che in un determinato contesto di valori condivisi assume un significato preciso: *"vi è infatti una comunicazione «implicita», veicolata dagli stessi comportamenti, tramite i quali... si trasmettono dei messaggi da un mittente a un destinatario che si trova ad interagire con il primo"*. QUAGLI (2004: 2 e 11). In merito al fenomeno del *signalling* si veda anche DI STEFANO (1990: 83 e ss.).

mittente e ricevente. La relazione di reciproca determinazione intercorrente tra questi determina infatti meccanismi interpretativi finalizzati alla contestualizzazione dei significati, e quindi alla comprensione degli stessi. Inoltre, frequentemente si riscontrano processi di risposta più o meno formalizzati che, a loro volta assimilati, comportano un arricchimento ulteriore dei contenuti originari. In tale ottica, informazione e comunicazione si pongono quali momenti distinti, l'uno di creazione vera e propria delle informazioni, l'altro di trasferimento e ampliamento delle stesse, sebbene connotati da una forte interdipendenza e in rapporto di complementarietà con i processi decisionali di quanti interagiscono con l'azienda e ne partecipano allo svolgimento.

In particolare, la Letteratura in materia suole distinguere tra comunicazione interna ed esterna¹⁰⁰, con riguardo al differente ambito di destinazione dei contenuti veicolati e alla diversa area di applicazione nei cui confronti questi svolgono un ruolo funzionale. Alla prima categoria sono ricondotte tutte le informazioni che, successivamente alla procedura di trasformazione, sono rivolte al supporto dell'attività gestionale di impresa. Ciò significa fare riferimento a tutti i dati e le variabili scaturenti dal sistema di rilevazione e impiegati da direzione e *management* a differenti livelli. Il fine così perseguito si rivela duplice, volgendosi all'elaborazione di elementi conoscitivi a sostegno, in primo luogo, di quanto attiene a formazione delle decisioni e supervisione, e secondariamente all'indirizzo del pubblico interno all'impresa verso il raggiungimento di obiettivi comuni, tramite la condivisione di notizie atte all'orientamento della cultura aziendale e delle scelte ed operazioni poste in essere¹⁰¹. Le comunicazioni interne si pongono dunque come strumentali all'insieme delle attività inerenti la pianificazione strategica e il controllo nelle sue differenti articolazioni, adattando il proprio contenuto agli ambiti di destinazione, decisionali od operativi, e alle diverse aree funzionali. L'oggetto originario della comunicazione interna è individuato ancora una volta nel complesso di dati tratti sia internamente all'impresa, tramite le procedure proprie della contabilità analitica, con riferimento alle

¹⁰⁰ In merito all'opportunità di tale distinzione teorica si veda INVERNIZZI (1991).

¹⁰¹ A tale riguardo Corvi sottolinea come una delle funzioni della comunicazione interna sia "... sviluppare una forza coesiva tra le varie componenti dell'impresa, affinché i comportamenti e le azioni dei pubblici interni (pur nella loro diversità) siano orientati agli obiettivi comuni dell'impresa". CORVI (2000: 18).

dinamiche gestionali, sia dall'ambiente e dalle molteplici relazioni con questo sviluppate¹⁰², allo scopo precipuo di incorporare nelle scelte attuate i mutamenti e le opportunità propri del contesto di riferimento in costante divenire.

Il sottosistema delle comunicazioni esterne riveste un ruolo parzialmente diverso, inerendo l'insieme delle informazioni rese disponibili ai soggetti che si collocano in posizione di alterità rispetto alla compagine aziendale. Queste sono genericamente indirizzate al complesso degli *stakeholder*, nel quale rientrano tutti coloro che si fanno portatori di istanze convergenti nell'impresa in forza delle varie e mutevoli relazioni intrattenute con la stessa. A differenza della prima, la comunicazione esterna è indirizzata pertanto al complesso eterogeneo degli attori che operano entro i confini dell'ambiente economico, quali – a titolo di esempio – fornitori, clienti, investitori, forze politiche, con l'intento di pervenire ad un contemperamento di interessi potenzialmente contrastanti mediante il trasferimento di informazioni utili a determinare una maggiore trasparenza gestionale.

Come accennato in precedenza, la necessità di aderire a pratiche di *disclosure* rivolte alle numerose categorie di fruitori, difforni per tipologia e importanza in rapporto alla singola impresa considerata, si è accresciuta e ha acquisito importanza cruciale con l'allargamento dei mercati reali e finanziari oltre i confini nazionali, la crescita dimensionale delle aziende e l'intensificazione delle forze competitive. Le ragioni sostanziali sottese a tale ordine di fenomeni scaturiscono dalla consapevolezza che la sopravvivenza stessa – in un contesto caratterizzato da simili aspetti – richiede la considerazione attenta di tutte le relazioni più o meno rilevanti che si instaurano tra l'impresa medesima e l'ambiente di riferimento. L'efficienza, divenuta requisito imprescindibile per l'operatività, postula infatti il costante riferimento ai condizionamenti che ne influenzano l'attività amministrativa. Quanto ricordato ha indotto a ricercare i presupposti logici posti a fondamento dell'interesse manifestato negli ambiti aziendale e pubblico nei confronti della trasparenza informativa.

Le cause determinanti il recente rafforzamento della comunicazione esterna si configurano in realtà come un complesso ancor più articolato, al cui interno i differenti fattori individuabili presentano punti di tangenza reciproci e si intrecciano mutuamente in rapporti di codeterminazione.

¹⁰² Cfr. MARCHI (1993: 22 e ss.); DEVALLE (2006: 35 e ss.).

L'esigenza di creare fiducia¹⁰³ nel pubblico attraverso il trasferimento all'esterno di elementi volti alla percezione della credibilità dell'azienda si connette strettamente al rapporto intercorrente tra informazioni cedute e valore. La comunicazione, se da un lato consente all'impresa di porre gli *stakeholder* a conoscenza del valore generato attraverso l'attività aziendale, e quindi della capacità di creare valore attraverso le proprie combinazioni economiche, dall'altro rappresenta essa stessa uno strumento di creazione del valore. In relazione al primo aspetto, l'offerta di informazioni in merito agli accadimenti, ai risultati conseguiti, alla prevista evoluzione futura della gestione, permette al contempo di renderne note al pubblico competenze distintive ed economicità, nonché di rappresentare con maggiore precisione il valore effettivo del capitale economico, così da diminuire lo scostamento tra questo e le quotazioni di mercato¹⁰⁴. Per quanto attiene invece il secondo ambito menzionato, l'attitudine a soddisfare la domanda esterna di informazioni attraverso la divulgazione di dati, idonei in termini di caratteristiche intrinseche, a colmare il *gap* legato alla presenza di asimmetrie informative, risponde ai bisogni espressi dagli attori del mercato e contribuisce al perseguimento di un equilibrio nella dialettica tra amministrazione e attese in essa convergenti. Ciò consegue l'effetto di migliorare la qualità del rapporto con gli *stakeholder*, ogniquale volta rafforzi l'affidabilità avvertita dagli stessi.

La composizione della pluralità di interessi convergenti nell'impresa si realizza anche attraverso la trasparenza delle operazioni attuate, in quanto la pubblicità di queste rende possibile l'inserimento dei conflitti e la loro esplicazione all'interno di *"schemi predefiniti e quindi «stabilizzanti»"*.¹⁰⁵ L'anteposizione di fini sovraordinati a quelli particolari e la

¹⁰³ A tale proposito: *"le informazioni sono necessarie non solo per attirare capitale in cerca di investimento nella società ma anche per persuadere dell'utilità dell'investimento già fatto coloro che partecipano alla vita sociale o con la prestazione del capitale di rischio o con l'erogazione del capitale di credito"*. SALAFIA (1999: 1029).

¹⁰⁴ La trasposizione del valore creato ai prezzi di mercato è definito come processo di diffusione del valore. A tale riguardo si veda GUATRI (1992). Il ruolo dell'informazione nella valutazione da parte dei mercati finanziari del valore del capitale economico è di natura segnaletica, in considerazione dei numerosi limiti insiti in tale processo. In proposito Allegrini sottolinea come ciò possa avvenire *"con tutte le cautele e incertezze relative"* sebbene sia *"interesse dell'azienda ridurre il gap esistente tra i due valori.. per evitare, da un lato, una sottovalutazione del rendimento degli azionisti e, conseguentemente, un aumento del rischio di «scalate ostili», e, dall'altro, per prevenire fenomeni speculativi e pericolose sopravvalutazioni che, alla lunga, possono compromettere l'armonia del rapporto con gli investitori"*. ALLEGRI (2003: 8). A tale riguardo si veda anche CORVI (1998).

¹⁰⁵ Cfr. DI STEFANO (1990: 76).

consapevolezza degli stessi da parte dei soggetti coinvolti, consentono il raggiungimento dell'equilibrio non tanto attraverso la rimozione degli aspetti di conflitto, di per sé ineliminabili, quanto piuttosto attraverso l'instaurazione di meccanismi di correttezza nei rapporti. I processi comunicativi permettono infatti la neutralizzazione degli effetti negativi sulla gestione dovuti a situazioni di contrasto¹⁰⁶, se improntati alla creazione di un rapporto fiduciario, alla credibilità strategica e reddituale, al perseguimento di forme di legittimazione ed alla proiezione all'esterno dell'efficacia ed efficienza dell'impresa¹⁰⁷.

Quanto descritto, per gli argomenti inerenti l'affidabilità aziendale da parte dei fruitori della comunicazione, si collega direttamente al concetto di immagine, intesa quale percezione dell'impresa così come riconosciuta dal pubblico a seguito delle azioni consapevoli o inconsapevoli e più o meno coerenti, che questa pone in essere nel corso del tempo¹⁰⁸. In una simile prospettiva, le procedure di trasmissione delle informazioni e i superiori standard di *disclosure* rivestono un ruolo cruciale nell'avvicinare l'identità dell'azienda e l'immagine che ne è percepita esternamente. L'aderenza tra attività svolta e informazioni divulgate consente il consolidamento da parte degli individui delle proprie valutazioni in merito a condotta ed atteggiamento gestionali, favorendo l'instaurarsi di rapporti stabili ed armonici con i differenti interlocutori¹⁰⁹. Ciò avviene però laddove esista e sia riscontrata una coerenza di fondo che riguardi non solo il binomio azioni-contenuti trasmessi, ma anche il rapporto intercorrente tra comunicazione interna ed esterna¹¹⁰.

L'individuazione dei due sottosistemi in esame, si è visto, discende dall'osservazione della collocazione dei destinatari rispetto ai confini aziendali. Oltre a tale ripartizione è però possibile distinguere la comunicazione con riguardo ai contenuti di cui è veicolo, pervenendo alla

¹⁰⁶ Cfr. DI STEFANO (1990: 75 e ss.).

¹⁰⁷ Cfr. CORVI (1996: 14).

¹⁰⁸ "... immagine è un insieme di fattori fra loro differenti e non una unica esternazione di un dato aspetto o di più aspetti caratteristici di una impresa. Una immagine, infatti, è costituita da fattori di tipo emotivo e da fattori di tipo logico-razionale... ogni impresa è caratterizzata da tre tipi di immagini fra loro anche radicalmente diverse: la sua identità; la sua immagine riflessa; la sua immagine reale". MORELLI (1997: 17-18).

¹⁰⁹ "Maggiore qualità della comunicazione e minore rischio si traducono per l'impresa in consenso sulla sua azione, ossia in capacità di attrazione sia nei confronti di attori potenzialmente interessati... sia verso quei soggetti che già conferiscono risorse ed esprimono istanze di conoscenza". ALVINO (1999: 265).

¹¹⁰ Cfr. CORVI (2000: 12, 25 e ss.)

definizione di quattro aree principali, in base a cui si delineano le tipologie di comunicazione commerciale, istituzionale, gestionale ed economico-finanziaria. Senza scendere nel dettaglio, è opportuno precisare le caratteristiche peculiari delle forme elencate¹¹¹. La prima classe individuata attiene la diffusione di dati relativi all'offerta aziendale nei confronti dell'insieme dei clienti presenti sul mercato, laddove la seconda si indirizza alle molteplici categorie di *stakeholder* con lo scopo di informarli circa l'esistenza dell'azienda medesima in termini di missione e valori. La comunicazione gestionale si indirizza a coloro che sono coinvolti nello svolgimento dell'impresa in modo diretto o indiretto, al fine di divulgare conoscenze attinenti le capacità interne sotto il profilo decisionale, produttivo e dei controlli. Da ultimo, la comunicazione economico-finanziaria trasferisce informazioni in merito all'attitudine dell'amministrazione a conseguire risultati economici tramite la conduzione dell'impresa, nonché alle dimensioni reddituale, patrimoniale e finanziaria, rivolgendosi ai portatori di interesse nel loro complesso, con specifica attenzione per i conferenti di risorse produttive.

Le classi individuate nella tassonomia descritta, fondandosi su tentativi di schematizzazione e semplificazione della realtà concreta, non possono essere considerate valide in senso assoluto. In questa accezione, accade frequentemente che i destinatari della comunicazione interna si qualifichino anche quali soggetti dell'ambiente economico, e viceversa, ponendo in risalto come i confini tra le differenti categorie siano permeabili ed ammettano situazioni intermedie. Analogamente, è necessario considerare che le differenti aree della comunicazione possono essere destinate ad un medesimo *target* interessato ai diversi ambiti contenutistici. Ciò ha contribuito a sottolineare l'estrema rilevanza della cosiddetta comunicazione integrata¹¹², la cui origine muove dal riscontro della segnalata sovrapposizione tra i vari ambiti informativi che si verifica

¹¹¹ Per una trattazione dettagliata dell'argomento di vedano: CORVI (1996: 81 e ss.); CORVI (2000: 18 e ss.); QUAGLI (2004: 3 e ss.).

¹¹² In merito alla possibilità e ai limiti dell'integrazione della comunicazione si veda CORVI, (1996: 169 e ss.). A tale riguardo, giova peraltro sottolineare come se da un lato l'assenza di coerenza interna nelle comunicazioni d'azienda determina effetti fortemente deleteri per la reputazione di impresa tanto che "... si può affermare che l'assenza di comunicazione è da considerarsi preferibile ad una comunicazione non coordinata e, quindi, negativa", d'altro lato tale processo si pone in necessaria relazione dialettica con l'esigenza di specializzare l'informazione in relazione alle differenti categorie di destinatari, in quanto "l'integrazione non va confusa con un modello comunicazionale indifferenziato ma, al contrario, si deve ricercare un equilibrio...". CORVI (1996: 170).

nella pratica. I processi finalizzati a realizzare coerenza e coordinamento nelle forme di comunicazione permettono di aumentarne l'efficacia mediante la riduzione di eventuali contraddizioni e dissonanze che, percepite dagli interlocutori e riflesse successivamente sulla valutazione dell'affidabilità dell'impresa, comporterebbero il rischio di vanificarne o ridurne la portata.

Fiducia degli *stakeholder*, comunicazione, creazione e diffusione del valore, immagine e temperamento degli interessi si configurano quali concause sottese all'intensificazione dei processi comunicativi all'interno della gestione aziendale riconducibili ai meccanismi in essere nei mercati finanziari e reali¹¹³. Parallelamente a tali fattori, un ruolo significativo in tale direzione è svolto dall'attività normativa attuata nei Paesi ad economia avanzata. Gli interventi attuati dal settore pubblico nell'ambito della trasparenza¹¹⁴, in particolar modo in tema di dati economico-finanziari, sono stati ricondotti e giustificati riferendosi al concetto di esternalità¹¹⁵, da interpretare come insieme di effetti positivi esterni scaturenti dalla produzione delle informazioni da parte delle imprese. Tali effetti si realizzano a vantaggio dell'insieme degli interlocutori senza che ognuno di essi paghi un prezzo per la fruizione degli stessi. Poiché le aziende, data la circostanza delineata, non necessariamente traggono benefici dall'attività di comunicazione, si pone l'esigenza di una regolamentazione statale che, superando le barriere poste dal principio della riservatezza e dall'assenza di vantaggi immediati, garantisca la divulgazione di standard di *disclosure* minimi. Il sistema giuridico, nell'adempimento di tali funzioni, opera generalmente una distinzione profonda tra gli obblighi previsti in capo alle imprese di piccole dimensioni e a quelle che, costituite in forma di società per azioni, si

¹¹³ Di Stefano rileva come, nell'ambito di sistemi di governance a proprietà diffusa, la credibilità e la trasparenza costituiscano elementi essenziali al mantenimento del consenso per il *management*, data la rilevanza del mercato per il controllo. Diversamente, nei contesti contraddistinti da azionariato concentrato, il forte ricorso al capitale di debito ed il rapporto stretto e personalistico con gli istituti bancari ha di fatto comportato una scarsa attenzione per le pratiche di *disclosure*. Cfr. DI STEFANO (1990: 52 e ss.).

¹¹⁴ Di Stefano, in merito all'informativa obbligatoria, distingue tra le informazioni richieste *ex lege* e destinate ad essere rese pubbliche, e le comunicazioni che per la loro natura riservata devono essere trasmesse ai soli organi di controllo di matrice pubblica. Cfr. DI STEFANO (1990: 57).

¹¹⁵ Cfr. DI STEFANO (1990: 54 e ss.); CORVI (2000: 54-55); QUAGLI (2004: 44-45).

connotano per una superiore ampiezza dimensionale e per un vasto ricorso al capitale di rischio¹¹⁶

Con riguardo a queste ultime, la crescente azione legislativa nell'ambito dell'informativa societaria deve dunque essere ricondotta all'insieme di problematiche già evidenziate inizialmente, correlate alla presenza di asimmetrie informative e all'importanza acquisita dalla tutela degli interessi primari. La garanzia offerta da un sistema di norme efficace, in ordine alla divulgazione di informazioni da parte di tutte le imprese ad esso soggette, nonché al controllo della veridicità delle stesse, assolve la duplice funzione "*di rendere credibili le informazioni stesse*"¹¹⁷ e di rendere più difficoltoso l'abuso di informazioni rilevanti, inducendo la trasmissione di contenuti altrimenti non spontaneamente divulgati.

Che sia generata in seguito a vincoli di mercato, o per imposizione legislativa, la comunicazione economico-finanziaria si pone quale strumento critico al contempo per la protezione degli attori economici e per il successo delle aziende, almeno in termini di efficienza duratura. Parlare di comunicazione economico-finanziaria significa però riferirsi ad un sottosistema particolarmente articolato in termini di tipologie e modalità di diffusione dei dati a tale scopo elaborati, nonché di contenuti e soggetti coinvolti. L'aspetto di comunanza rinvenibile nella materia in discussione, in quanto tratto condiviso in realtà da ogni forma comunicativa, risiede nell'enucleazione degli elementi costitutivi della stessa¹¹⁸. Questi sono identificabili con i contenuti veicolati, gli strumenti e i canali impiegati per la divulgazione delle informazioni, gli attori coinvolti nel processo:

- *contenuti*: come accennato, il contenuto della comunicazione attiene al messaggio che con tale processo viene trasferito dall'emittente al ricevente. In particolare, il contenuto proprio della comunicazione economico-finanziaria presenta natura variabile ed eterogenea, per quanto in ogni caso riferita agli accadimenti economici ed amministrativi. Si tratta dunque di dati quantitativi e qualitativi relativi agli aspetti reddituali, patrimoniali e finanziari dell'attività

¹¹⁶ A tale proposito, la recente riforma del diritto societario in Italia ha esteso gli obblighi informativi previsti per le società quotate anche alle società per azioni che, pur non essendo ammesse alle negoziazioni su mercati regolamentati, si distinguono per una rilevante diffusione dei propri strumenti presso il pubblico.

¹¹⁷ QUAGLI (2004: 45).

¹¹⁸ Cfr. ALLEGRI (2003: 11).

aziendale e alle singole poste di natura contabile così come di informazioni volte alla descrizione di andamenti gestionali, assetti organizzativo e contabile, operazioni di particolare rilevanza, struttura di governo interna all'azienda e ambiente operativo in cui essa si svolge. Tali informazioni possono inoltre assumere forma sintetica o descrittiva ed assolvere a funzioni differenziate, per esempio di natura integrativa o esplicativa. Si tratta, in definitiva, di contenuti estremamente vasti, la cui descrizione sarà affrontata in modo dettagliato e sistematico nel prosieguo;

- *strumenti*: per essi si intende il complesso delle modalità che le imprese impiegano per la trasmissione delle informazioni elaborate¹¹⁹. In tale accezione, gli strumenti impiegati nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria costituiscono a loro volta un insieme composito, all'interno del quale possono essere collocati a titolo di esempio, ma senza esaurirne le categorie, relazioni periodiche, annunci inerenti operazioni straordinarie o risultati di ricerche, incontri con *mass-media* o analisti finanziari, documenti trasmessi a terzi, prospetti informativi, pubblicità finanziaria, visite guidate¹²⁰;
- *canali*: si configurano come tali i veicoli a supporto materiale della divulgazione delle informazioni. Questa classe di elementi, nella quale sono ricomprese anche le diverse tipologie di *mass-media*, è stata oggetto di recenti cambiamenti, in relazione allo sviluppo dei mezzi di telecomunicazione¹²¹. I canali possono essere distinti in diretti e indiretti, in relazione alla contestualità o meno di emissione del messaggio e ricezione dello stesso. Costituiscono un esempio della prima categoria le comunicazioni *vis à vis* o quelle telefoniche, mentre rientrano nella seconda le comunicazioni scritte o registrate¹²²;

¹¹⁹ Cfr. CORVI (2007: 54 e ss.).

¹²⁰ Cfr. GUATRI (1992: 62 e ss.).

¹²¹ L'introduzione delle tecnologie fondate su Internet ha determinato effetti rilevanti circa le possibilità di diffusione delle informazioni da parte delle imprese e la speculare fruizione delle stesse da parte degli interlocutori delle società. Quagli sottolinea a tale proposito che gli effetti positivi presentano natura quantitativa e qualitativa, in termini di maggiore ricchezza dei contenuti, di selettività degli stessi, nonché in relazione alla tempestività. Cfr. QUAGLI (2001a: 177 e ss.). Per ulteriori approfondimenti in merito al ruolo di Internet nell'informativa societaria, si vedano: QUAGLI, TEODORI (a cura di) (2005); DE LISIO, PERRINI (2001).

¹²² Cfr. CORVI (2007: 54 e ss.). A tale riguardo Quagli evidenzia come i canali si distinguano tra impliciti ed espliciti, dove per i primi si intende fare riferimento a un tipo di comunicazione non verbale, in relazione all'accennato fenomeno del *signalling*. QUAGLI (2004: 11).

- *attori*: i soggetti coinvolti nell'attività di comunicazione sono costituiti da emittenti, intermediari che producono l'informazione derivata, revisori contabili, organismi sovraordinati, con compiti di vigilanza e regolamentazione, e infine i destinatari, la cui varietà richiede una successiva trattazione separata¹²³.

Gli elementi ricordati hanno natura trasversale a qualunque sistema di comunicazione economico-finanziaria. La presenza degli stessi risulta infatti imprescindibile affinché abbia luogo una qualunque forma di diffusione delle informazioni. In concreto, però, l'individuazione di un significato univoco attribuibile al concetto medesimo di comunicazione economico-finanziaria comporta la necessità di pervenire ad un grado di semplificazione tale da non permettere di coglierne la natura poliedrica. La corretta identificazione di ciò che è indicato con tale locuzione ha condotto a differenti tentativi di classificazione delle varie tipologie in cui la comunicazione si esplica, ricorrendo ad altrettanti criteri discriminanti, ognuno dei quali pertinente alle diverse caratteristiche ad essa proprie. Tra questi, la distinzione tra natura obbligatoria e volontaria¹²⁴ dell'attività informativa fornisce un valido punto di riferimento per la sistematizzazione della materia. Come già anticipato, le spinte alla trasparenza possono essere sostanzialmente ricondotte alle due matrici dell'imposizione legislativa da un lato e della scelta autonoma delle imprese, in relazione alle dinamiche dei mercati in cui operano, dall'altro. A tale ripartizione viene poi affiancata una terza casistica, data dalla comunicazione derivata, cioè dall'insieme di informazioni elaborate e predisposte da analisti finanziari ed operatori che professionalmente si occupano dell'intermediazione in tale ambito¹²⁵. Parimenti, altro utile aspetto di discriminare è la cadenza temporale con cui le comunicazioni devono essere offerte al mercato. Si suole distinguere, infatti, tra le informazioni trasmesse con periodicità, quali ad esempio i bilanci,

¹²³ Corvi include tra gli attori della comunicazione economico-finanziaria anche gli *Investor Relation manager*, la cui funzione si sostanzia nel contatto con il pubblico al fine di fornire una "... comunicazione efficace e tempestiva di informazioni favorevoli e sfavorevoli sull'impresa al mercato azionario e a particolari target, affinché gli investitori possano effettuare valutazioni più complete e corrette sui prezzi delle azioni". CORVI (2000: 151). A tale riguardo si vedano anche MASULLO (2005); BROGI (1999).

¹²⁴ Per approfondimenti in merito all'informativa volontaria si vedano CATTANEO (2000); QUAGLI (2001b: 35 e ss.).

¹²⁵ Gli analisti finanziari si configurano quale particolare categoria di destinatari della comunicazione economico-finanziaria in forza della rilevanza che rivestono per l'impresa nel loro ruolo di intermediazione delle informazioni. Cfr. CORVI (2000: 58 e ss.).

relazioni semestrali e trimestrali, e quelle la cui divulgazione risulta connessa al verificarsi di determinati accadimenti economici idonei ad influenzare la gestione aziendale. In tale ottica, al fine di pervenire a una più chiara definizione delle tipologie di comunicazione economico-finanziaria con riguardo ad un'ulteriore elemento di complessità ad essa propria, risulta interessante identificare la domanda di informativa manifestata dalle differenti classi di destinatari. Questi ultimi possono essere segmentati¹²⁶ nel modo seguente¹²⁷:

I. Lavoratori

In merito alla categoria in esame, essa può essere a sua volta suddivisa in due sottoclassi, lavoratori dipendenti e dirigenti. In relazione alla prima, le attese in termini di informativa e trasparenza sono correlate alla natura del rapporto intercorrente tra personale subordinato e impresa. Oltre ai dati gestionali divulgati nell'ambito della comunicazione interna, necessari a quegli scopi di natura operativa menzionati in precedenza, esiste infatti una domanda finalizzata alla comprensione delle dinamiche di natura economico-finanziaria. Trattandosi di un legame verosimilmente duraturo, i dipendenti hanno quale primario interesse la conoscenza della situazione reddituale, patrimoniale e finanziaria dell'azienda, anche in termini prospettici¹²⁸. Ciò in relazione agli interessi di natura prettamente economica di cui sono portatori, ai quali si affiancano bisogni di tipo psicologico e sociale per quanto attiene le prospettive di carriera e il grado di soddisfazione legato allo svolgimento delle proprie mansioni. L'ingerenza degli organi sindacali attraverso meccanismi di negoziazione e la forza contrattuale ad essi propria consente, in tal senso, l'accesso ad informazioni ulteriori rispetto a quelle traibili dai bilanci di esercizio e consolidati e dai relativi allegati¹²⁹, nonché dai documenti intermedi e

¹²⁶ In merito alla necessità di differenziare la comunicazione economico-finanziaria volontaria in relazione ai destinatari, Corvi afferma che "... non è corretto immaginare un processo di comunicazione valido per tutti (addetti e non addetti ai lavori, perché così facendo nessuno, o forse uno solo, dei destinatari, riuscirebbe a vedere pienamente appagato il suo bisogno informativo". CORVI (2000: 71).

¹²⁷ Cfr. CORVI (2000: 113 e ss.); DI STEFANO (1990: 13 e ss.); SALVIONI (1992: 77 e ss.)

¹²⁸ In merito alla domanda di informazioni prospettiche ed alla natura e tipologie delle stesse si veda QUAGLI (2004).

¹²⁹ In merito alla comunicazione destinata ai dipendenti, Corvi sottolinea come in considerazione della peculiare posizione occupata da questi, essa dovrebbe caratterizzarsi per un alto livello di integrazione al fine del pieno coinvolgimento di tale categoria di interessi: "... nei confronti del segmento dei dipendenti si ha un elevato fabbisogno di integrazione delle diverse aree della comunicazione... specialmente nelle grandi organizzazioni, le comunicazioni verso i dipendenti svolgono un ruolo di vitale

legati a particolari accadimenti. La comunicazione economico-finanziaria rivolta ai dipendenti viene così ad arricchirsi di documenti quali le convenzioni inserite all'interno dei contratti collettivi di lavoro, gli *house organ* e le pubblicazioni interne all'azienda, di carattere volontario. Ai documenti informativi citati devono inoltre essere aggiunti quelli inerenti agli aspetti più direttamente legati a temi socio-ambientali¹³⁰ che, in connessione alla crescente attenzione pubblica ad essi rivolta, possono contribuire a rafforzare la partecipazione ed il clima di appartenenza dei soggetti considerati. I bilanci sociali, ambientali e in particolare misura il codice etico possono rappresentare un efficace veicolo di tali contenuti. Una situazione parzialmente differente si verifica nel caso in cui i dipendenti siano anche azionisti. In quest'ultimo caso, infatti, se da un lato si intensifica il fabbisogno di *disclosure*, dall'altro risulta evidente come i tradizionali flussi informativi tra *shareholder* e società possano nel caso in questione essere ricondotti a tipologie di comunicazione interna informale, incrementando le capacità di controllo dei prestatori di lavoro.

Per quanto riguarda i dirigenti, la domanda di informazioni economico-finanziarie da questi espressa si intensifica nei casi in cui si riscontri l'introduzione dei cosiddetti contratti incentivanti, volti all'allineamento di *management* e proprietà. Questi prevedono l'attribuzione ai *manager* di piani azionari e di strumenti affini, allo scopo di porre in essere una relazione diretta tra retribuzione e risultati conseguiti attraverso l'attività di gestione. In una simile prospettiva, se da un lato i dirigenti hanno maggiori possibilità di accesso ai dati economico-finanziari in forza della posizione ricoperta all'interno della gestione, nondimeno gli stessi ne postulano una superiore offerta in relazione sia al loro ruolo di detentori di quote di capitale, sia alle opportunità legate dalla pubblicazione dei risultati conseguiti in termini di avanzamento di carriera ed offerte di impieghi in altre imprese¹³¹.

importanza, riducendo gli stati d'ansia, creando un senso di fiducia e sicurezza, dando soddisfazione a chi lavora". CORVI (2000: 121).

¹³⁰ Tali tematiche trovano spazio e rappresentazione all'interno di documenti volontariamente elaborati e pubblicati dalle imprese, tra i quali si ricordano il bilancio sociale e ambientali, il codice etico, il bilancio di sostenibilità. Cfr. MARCHINI, TIBILETTI (a cura di) (2004); RUSCONI (1988); CALICE (2007).

¹³¹ Di Stefano sottolinea come la presenza di *headhunter* sul mercato determini una più intensa richiesta di pubblicazione delle informazioni economico-finanziarie da parte dei *manager*, al duplice fine di essere notati da un lato, e di valutare un eventuale proposta di impiego in un'altra società dall'altro. Cfr. DI STEFANO (1990: 13 e ss.).

II. Soci

Gli azionisti¹³² si configurano insieme ai prestatori di lavoro quali portatori di interessi istituzionali in seguito al conferimento del capitale e alla consequenziale partecipazione al rischio di impresa. Con specifico riguardo alle società di capitali di grandi dimensioni, la peculiare attenzione rivolta in ambito pubblico alla categoria di *stakeholder* in esame discende, come detto, dall'assenza di meccanismi di tutela analoghi a quelli riscontrati per i dipendenti, almeno per una parte delle minoranze azionarie. A tale riguardo è infatti opportuno precisare come si tratti di una classe di soggetti in realtà piuttosto differenziata al proprio interno. Una prima distinzione può essere individuata nella difformità sostanziale intercorrente tra azionisti di maggioranza e di minoranza¹³³. Si è visto come i primi, in relazione alla posizione di *insider* rivestita all'interno dell'impresa siano in grado di accedere alle informazioni di maggiore rilievo in merito agli accadimenti societari e di attuare comportamenti opportunistici sulla base delle stesse. Gli azionisti minoritari, non essendo generalmente in grado di ingerire all'interno dell'impresa, occupano una posizione di rilevante debolezza nei confronti di coloro che esercitano il controllo. Ciò non deve però indurre a considerare le minoranze come un insieme omogeneo, in quanto coloro che sono inclusi in questa categoria possono a loro volta essere suddivisi in azionisti "attivi" e "dormienti", nonché in "cassettisti" e "speculatori". All'articolazione ora enunciata fa riscontro una corrispondente difformità delle istanze presentate e della conseguente domanda di informazioni economico-finanziarie.

I *blockholder*, in forza della posizione di controllo assunta nell'azienda e dell'effettiva ingerenza esercitata nell'attività gestionale, hanno tendenzialmente accesso all'insieme delle informazioni ad essa inerenti, per via diretta o mediata in relazione all'effettivo esercizio di funzioni amministrative o meno. Diversamente, le minoranze azionarie presentano

¹³² Per ragioni di completezza giova sottolineare come Di Stefano includa nella categoria anche gli azionisti maggioritari e di minoranza potenziali. Laddove Corvi inserisce questi ultimi tra gli investitori. In ogni caso, la domanda informativa di entrambe sarà rivolta alla raccolta dei dati necessari alle decisioni di investimento.

¹³³ "...gli azionisti di maggioranza esprimono gli amministratori e i manager e hanno un potere di accesso diretto alla conoscenza delle vicende dell'impresa; diversamente, soprattutto nelle società quotate e ad azionariato diffuso, i piccoli azionisti sono assimilabili a puri investitori finanziari, la cui tutela è rimessa sostanzialmente all'informazione obbligatoria regolata dalle discipline di legge e dei mercati". D'AMICO (1999: 26).

istanze specifiche e rilevanti, seppur variabili in base alla distinzione sopra accennata.

In merito alla differente attitudine alla partecipazione alla vita societaria, si è vista la distinzione tra soci attivi e dormienti. Per quanto attiene i primi, essi nella maggior parte dei casi sono costituiti dai cosiddetti investitori istituzionali, quali ad esempio intermediari finanziari e fondi di investimento. I soggetti in esame si connotano per il possesso di pacchetti azionari di minoranza di un certo peso, tale da consentire loro l'effettivo esercizio di alcune prerogative di governo economico loro accordate dal sistema giuridico¹³⁴. Ciò ne consente un superiore grado di partecipazione ed influenza sulla gestione, garantendo così anche un più agevole accesso alle informazioni di natura economico-finanziaria. D'altro canto, la natura professionale di tali istituti comporta per i medesimi la necessità di informazioni altamente tecniche e specializzate in ordine alla definizione dei piani di investimento. Quest'ultimo aspetto, unitamente al peso crescente da questi rivestito nelle negoziazioni sui mercati finanziari, ha contribuito a creare una stretta connessione tra investitori istituzionali e *management* in termini di comunicazione economico-finanziaria, ad integrazione dei dati reperibili pubblicamente.

Gli azionisti di minoranza definiti dormienti si differenziano in rapporto allo scopo sotteso alla detenzione dei pacchetti azionari. Gli speculatori, infatti, mirano al perseguimento di *capital gains* mediante la compravendita dei titoli societari. Ciò comporta da parte loro esigenza conoscitive orientate a quelle informazioni riservate idonee a influenzare i corsi azionari medesimi.

I soci definiti cassetisti, invece, si qualificano per l'attuazione di scelte di investimento a lungo termine, in rapporto alle quali auspicano una redditività di lungo periodo dell'impresa. La rilevanza degli stessi in ordine alla stabilità degli assetti societari e la correlazione di tale aspetto con la necessità per l'azienda di instaurare con essi rapporti fiduciari rappresenta il fondamento dell'intensificata attenzione alle loro esigenze informative. I dati richiesti da questi ultimi comprendono l'insieme delle informazioni atte ad agevolare le scelte di investimento e disinvestimento secondo criteri di razionalità. In simili premesse la classe di azionisti minoritari esaminata rivolge la propria attenzione ai dati economico-

¹³⁴ A titolo di esempio, basti pensare alle soglie percentuali di capitale previste *ex lege* per l'esercizio di prerogative quali la convocazione dell'assemblea o l'azione sociale di responsabilità.

finanziari e patrimoniali contenuti nei documenti pubblicati dalle società, nonché tutte le comunicazioni inerenti gli aspetti gestionali e ambientali in termini attuali e tendenziali. In via addizionale rispetto agli elementi considerati, è andato assumendo rilevanza il ricorso ai prodotti offerti dagli analisti finanziari in termini di comunicazione derivata. Quest'ultima deriva appunto dall'attività svolta in via professionale da intermediari della comunicazione economico-finanziaria allo scopo di filtrare, decodificare, ricondurre a unità e interpretare l'insieme dei dati resi disponibili dalle aziende sul mercato e tramite contatti diretti.

III. *Creditori*

Al pari dei lavoratori dipendenti, anche i creditori possono essere ricondotti a due sottocategorie, inerenti le due differenti tipologie di credito, commerciale e finanziario. Come noto, la prima riguarda le dilazioni di pagamento concesse dai fornitori all'azienda cliente, la seconda inerisce invece i prestiti di breve e medio-lungo termine accordati alla stessa da parte di finanziatori quali gli istituti bancari o gli obbligazionisti.

I creditori commerciali presentano rilevanti istanze conoscitive circa l'andamento dell'impresa in rapporto al proprio interesse di natura economico-finanziaria. Tali attese assumono particolare rilievo laddove il rapporto tra i due soggetti si qualifichi come duraturo e collaborativo, in quanto la credibilità e la fiducia assurgono ad elementi essenziali allo stesso e quindi al successo dell'attività gestionale. La domanda di informazioni di questi interlocutori sociali rispecchia la necessità dei medesimi di verificare la solvibilità del cliente. Ciò determina l'insufficienza dei documenti economico-finanziari obbligatori¹³⁵, in ragione dei limiti ad essi intrinseci e la conseguente richiesta rivolta all'ottenimento di ulteriori dati di natura prospettica e finanziaria, quali *budget* e piani di medio-lungo periodo, nonché alla possibilità di accedere a contatti diretti con *management* e responsabili aziendali. Anche per i fornitori, inoltre, possono risultare di un certo interesse le informazioni contenute nei documenti di rendicontazione sociale, nella misura in cui le

¹³⁵ Di Stefano sottolinea, inoltre, il frequente ricorso da parte dei creditori commerciali ad operatori, le agenzie di informazioni commerciali, la cui funzione consiste nell'elaborazione di rapporti informativi in merito alle aziende clienti, tali per cui "la domanda di informazioni economico-finanziarie da parte dei fornitori tende quindi a tramutarsi in una domanda a carattere derivato". DI STEFANO (1990: 29).

tematiche ad essi proprie sia incontri la sensibilità e la condivisione di tali soggetti

I creditori finanziari, in considerazione del fido concesso, si caratterizzano per una domanda informativa volta a delineare le condizioni di operatività attuale e futura dell'impresa cliente attraverso l'analisi di dati che, in aggiunta a bilanci e piani revisionali, ne consentano una valutazione dell'equilibrio finanziario di breve o lungo periodo in rapporto alla tipologia di credito accordato. A tali informazioni si affiancano quelle necessarie alla pratica di finanziamento per le garanzie reali ad esso collegate¹³⁶. Accade frequentemente, peraltro, che in seguito al potere contrattuale posseduto, gli istituti di credito rivolgano alle imprese esplicite richieste in ordine all'ottenimento di specifici dati economico-finanziari e gestionali. Una classe a parte, in tale ambito di indagine, è rappresentata dai soggetti sottoscrittori di prestiti obbligazionari, i quali però non si differenziano dai precedenti in tema di richiesta di informazioni. Anche i sottoscrittori di questi tipologia di strumenti sono infatti interessati all'economicità tendenziale di impresa, in termini storici e prospettici.

IV. Clienti

I clienti costituiscono una classe di *stakeholder* composta, in quanto tra gli stessi è possibile distinguere consumatori di beni di largo consumo, consumatori di beni problematici e clienti rivolti all'acquisto di beni destinati ad essere impiegati nel processo produttivo. Mentre per le prime due categorie menzionate la comunicazione economico-finanziaria riveste un ruolo pressoché marginale, per l'ultima la trasparenza dell'azienda fornitrice può assumere notevole rilevanza. In qualità di imprese rispettivamente poste a valle ed a monte di una stessa filiera produttiva, infatti, il rapporto che si instaura tra le parti considerate spesso si qualifica come continuativo e a valenza strategica. Ciò fa sì che l'azienda cliente tenda a manifestare attese conoscitive in merito alle condizioni di equilibrio di quella fornitrice, la soddisfazione delle quali dipende in misura critica dalla forza contrattuale reciproca delle controparti. Le informazioni economico-finanziarie considerate di interesse tendono a

¹³⁶ Corvi ricomprende tra i creditori finanziari anche i lavoratori dipendenti in relazione alla quota del trattamento di fine rapporto che *ex lege* è assimilata ad un debito finanziario. CORVI (2000: 128).

travalicare i dati fruibili all'interno dei documenti obbligatori e della rendicontazione sociale, estendendosi a quelle di natura previsionale interne e d'ambiente economico, proprio in conseguenza della tipologia di relazione in essere tra le due categorie di soggetti.

V. Settore pubblico

Il settore pubblico, mediante i propri organismi ed enti, svolge all'interno del tessuto economico due ordini di funzioni, da individuarsi l'uno nell'esercizio del "potere pubblico come potere dello Stato inteso come ... ente sovrano dotato di interessi economici propri (diretti e indiretti)"¹³⁷, l'altro quale portatore degli interessi della collettività non tutelabili individualmente. In entrambi i casi lo Stato necessita di informazioni particolarmente dettagliate per l'espletamento della propria attività, superiori a quelle accessibili mediante il ricorso ai documenti resi pubblici dalle imprese. La domanda di *disclosure* in questa fattispecie assume però caratteri del tutto peculiari, poiché lo *stakeholder* in discussione dispone di un potere coercitivo tale da consentire un accesso diretto ai dati essenziali al proprio intervento.

Il complesso degli *stakeholder*, soprattutto in riferimento alle società quotate, non si esaurisce nelle categorie succitate, potendosi individuare ulteriori classi di interessi convergenti nell'azienda, ognuno dei quali portatore di attese conoscitive in merito alle dinamiche gestionali. Concorrenti, *mass-media*, studiosi e la stessa collettività sono un esempio della crescente vastità di istanze che a vario titolo confluiscono nell'impresa, il cui grado di soddisfazione risulta in grado di influenzarne in misura più o meno intensa l'andamento economico. In definitiva la disamina dei destinatari della comunicazione economico-finanziaria, per quanto non esauriente, contribuisce a delinearne la complessità sotto i differenti profili di cui questa si compone. Le tipologie, gli strumenti e i canali, nonché i contenuti effettivi che la caratterizzano sono nel concreto estremamente variegati e differenziati. Nondimeno, le varie categorie di riceventi presentano esigenze informative spesso sovrapposte, per rispondere alle quali occorre riferire i contenuti trasmessi ad un pubblico non identificabile a priori e in modo univoco. Ciò, se da un lato ostacola la specializzazione della comunicazione in rapporto allo specifico segmento

¹³⁷ DI STEFANO (1990: 38).

di destinatari cui è rivolta¹³⁸, dall'altro richiede la consapevolezza dell'eterogeneità di individui e interessi incontrati dai documenti economico-finanziari. Si è visto come, se l'informativa societaria prevista da disposizioni legislative costituisce oggetto di consultazione da parte della quasi totalità degli *stakeholder*, essa si dimostra per contro insufficiente a integrare in misura efficace le attese dei differenti interlocutori. Bilancio¹³⁹ individuale e consolidato, relazioni trimestrali e semestrali, relazioni sulla gestione e lettere agli azionisti, comunicazioni inerenti i fatti di rilievo intervenuti nel corso dell'attività di impresa e le informazioni rilevanti idonee ad influenzare le decisioni di investimento, sembrano manifestare spazi informativi non colmati dall'attività normativa. La figura seguente illustra il quadro del composito insieme di interlocutori sociali e dei principali strumenti di comunicazione, fornendo evidenza delle peculiarità della domanda di informativa propria di ognuna categoria individuata.

La circostanza delineata sembra avere determinato due ordini di conseguenze. In prima battuta rientra in quest'ambito lo sviluppo della comunicazione economico-finanziaria elaborata autonomamente dalle società su base volontaria. L'adesione ai codici di autodisciplina e la successiva redazione di relazioni annuali sulla *governance*, la diffusione della rendicontazione sociale ed ambientale, la pubblicazione di dati prospettici, così come le diverse iniziative atte alla divulgazione di contenuti informativi tramite *mass-media* e siti *internet*, si raccordano alla necessità avvertita dalle stesse imprese di rispondere alle richieste degli attori del mercato¹⁴⁰. Secondariamente, le lacune della comunicazione economico-finanziaria obbligatoria hanno condotto all'intensificazione del ricorso ai dati predisposti dagli analisti finanziari.

¹³⁸ Vedi *supra* nota 123.

¹³⁹ Al solo scopo della completezza, pare opportuno ricordare che il bilancio, come asserito da molti Autori, costituisce il perno della comunicazione economico-finanziaria. L'evoluzione che tale documento ha conosciuto nel corso del tempo ha comportato un arricchimento di contenuti che ha condotto alla diffusione dello stesso all'interno dell'*annual report*, inteso come comprensivo di tutti gli allegati previsti dalla normativa, quali a titolo di esempio relazione sulla gestione, rendiconto finanziario, prospetto delle variazioni del patrimonio netto. Cfr. ALLEGRI (2003: 21). In merito al bilancio di esercizio, si vedano tra gli altri: AVI (1990); ROSSI (2000) e (2006); PROVASOLI (1989); FARNETI (1999).

¹⁴⁰ Cfr. CORVI (2000: 64 e ss.).

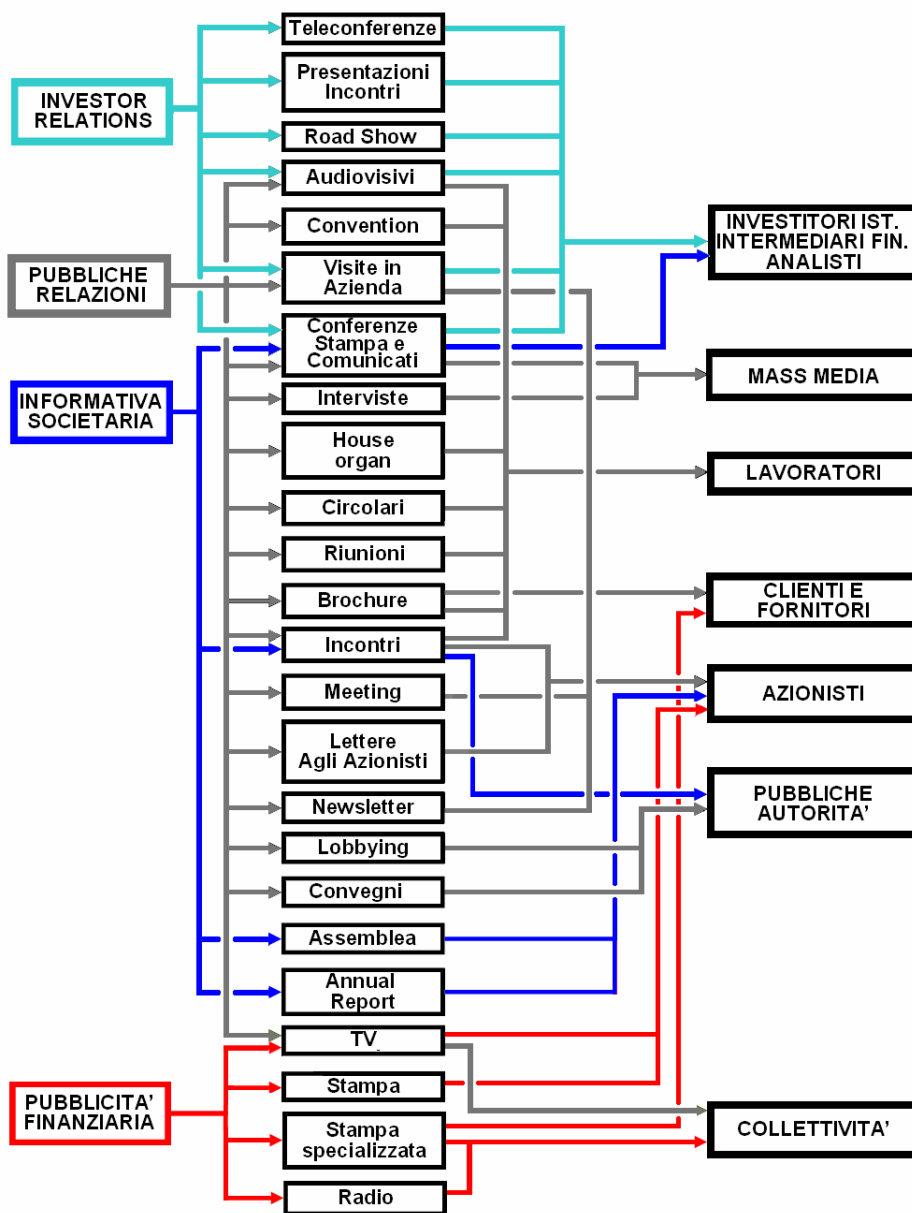


Figura 2.2 Categorie di *stakeholder* e relative istanze informative

Questi ultimi sono infatti in grado di fornire agli interlocutori societari informazioni integrative e complementari, in forza delle capacità tecniche legate alla propria professionalità e dei canali privilegiati di accesso alle informazioni, quali *roadshow* e presentazioni loro specificatamente rivolte dalle aziende.

L'insieme delle osservazioni svolte permette di determinare un quadro di massima del grado di problematicità intrinseco al concetto di comunicazione economico-finanziaria. Esso si esplica in molteplici direzioni, cioè con riguardo alle plurime forme che nella pratica la stessa incarna e alle conseguenti modalità di attuazione che le sono proprie, ma anche in rapporto alle attese che le sono riferite, ai contenuti veicolati, alla valenza rivestita ai fini dell'efficienza sia dei mercati reali e finanziari, sia dell'attività aziendale, considerate le necessità di protezione del complesso degli *stakeholder*. In tale accezione si comprende l'estrema delicatezza insita nel momento della pianificazione di coerenti politiche di comunicazione delle società e in quello di periodica definizione del progetto di comunicazione¹⁴¹, per l'elaborazione delle quali si rende opportuna l'attenta valutazione di variabili attinenti specificità dell'impresa e del contesto ambientale, economico e non, in cui questa opera, nonché effettivi bisogni informativi e caratteristiche del pubblico esterno ed eventuali riorientamenti successivi alla ricezione ed interpretazione dei *feedback* ricevuti.

2.5. PRIME CONSIDERAZIONI TRATTE DALL'ANALISI DEGLI ORIENTAMENTI DOTTRINALI

La crescente attenzione rivolta al paradigma gestionale dell'efficienza, quale requisito essenziale alla sopravvivenza in termini di economicità delle aziende, ha condotto a una diffusa riflessione in merito agli aspetti gestionali idonei al perseguimento della stessa, nell'alveo delle attuali condizioni di mercato. Ciò ha determinato la rinnovata importanza attribuita al concetto di soggetto economico elaborato in Dottrina, nell'indagine inerente i presupposti logici sottesi all'introduzione di meccanismi di tutela degli interessi convergenti nell'impresa, con particolare riguardo alle società per azioni quotate in ragione

¹⁴¹ A tale proposito Guatri afferma che *“un progetto razionale deve stabilire, almeno su base annuale, non solo i mezzi da usare, i tempi di utilizzo ed i costi ad essi inerenti; ma deve fissare una politica complessiva di intervento e possibilmente alcuni obiettivi specifici. Deve inoltre esprimere una stima preventiva dell'efficacia dell'azione proposta... va da sé che tale efficacia dovrà periodicamente essere controllata, sia per giudicare in generale la validità del programma, sia per predisporre eventuali correzioni”*. GUATRI (1992: 63-64).

dell'ampiezza degli attori in esse coinvolti.

Le attese dei diversi soggetti istituzionali e la protezione accordata alle stesse hanno dunque coinvolto organismi pubblici e privati, nonché studiosi, in relazione all'acquisita consapevolezza della centralità di tale tematica per il successo dell'azienda all'interno del sistema competitivo. Il rapporto dialettico intercorrente tra i diversi membri del soggetto economico e la necessità di composizione delle finalità individuali in vista del fine superiore d'azienda hanno evidenziato le problematiche connaturate a tale ambito. La variabile composizione del soggetto economico medesimo determina infatti, per gli individui che ne sono parte, difformi capacità di esprimere le proprie istanze e di esercitare le prerogative di governo economico. Prescindendo dai prestatori di lavoro subordinato, in quanto tutelati da norme ad essi specificatamente rivolte, i termini del problema sono stati fissati con riguardo ai conferenti di capitale, in ragione della loro partecipazione al rischio di impresa. In tale impostazione, coloro che si configurano come *insider* per il ruolo rivestito nella gestione o, alternativamente, per la posizione di forza legata al possesso di quote di maggioranza, sono in grado di esercitare un'ingerenza tale da garantire loro una posizione di controllo sulle dinamiche amministrative. Di contro, gli azionisti minoritari non partecipano della conduzione dell'azienda e fronteggiano una situazione di debolezza causata dalla presenza di asimmetrie informative e dalla discrezionalità dei primi.

Le osservazioni condotte in merito alle circostanze descritte hanno indotto un'estesa considerazione, nei Paesi ad economia avanzata, in merito alle esigenze di garanzia e soddisfazione delle istanze delle minoranze azionarie nelle società quotate. Gli strumenti predisposti a tale fine, introdotti sia mediante previsioni normative, sia attraverso la condivisione volontaria di *best practice* da parte delle stesse imprese, sono riconducibili a due aree strettamente affini e tangenti, identificabili nel sistema di *corporate governance* da un lato e in quello della comunicazione economico-finanziaria dall'altro. Entrambe le aree osservate consentono l'implementazione di efficaci meccanismi rivolti al contenimento dei comportamenti opportunistici degli *insider* e alla riduzione delle asimmetrie informative. L'approntamento di mezzi credibili rivolti a tale scopo consente infatti la creazione di un rapporto di fiducia tra società e attori del mercato, imprescindibile per l'efficienza dei mercati dei capitali,

dai quali le aziende traggono le risorse finanziarie per il proprio svolgimento.

Se i modelli di *governance* hanno in estrema sintesi un ruolo centrale nel definire le regole di funzionamento della gestione, attraverso le relazioni reciproche tra i soggetti in essa coinvolti e l'attribuzione di poteri e responsabilità, nondimeno la comunicazione economico-finanziaria rappresenta un aspetto critico dell'attività aziendale. La capacità delle imprese di rendere noti ai propri interlocutori i processi interni di creazione del valore e di proiettare all'esterno un'immagine di trasparenza ed affidabilità in termini di *performance* e politiche gestionali si pone quale momento idoneo di per sé alla stessa creazione di valore per i soggetti coinvolti. L'acquisizione di tali considerazioni ha condotto ad un ampliamento dell'informativa societaria che, nell'intento di soddisfare le differenti attese, ha esteso i propri contenuti e i destinatari degli stessi. In questo senso, la comunicazione economico-finanziaria si connota per la complessità di articolazione che ne rende la fase di progettazione un passaggio cruciale e necessario alla coerenza di fondo dei messaggi diffusi al pubblico. Nonostante la tensione, riscontrata a livello pubblico e da parte delle società, al miglioramento degli standard di *disclosure*, permangono ambiti informativi non colmati, della cui presenza è un segnale la diffusione degli analisti finanziari. A ciò deve inoltre essere affiancato un certo grado di distorsione dovuto all'atteggiamento di puro adempimento formale con cui talvolta le imprese attendono alla produzione dei dati economico-finanziari che, quando non risultano fuorvianti, si dimostrano in simili casi scarsamente significativi. In queste premesse devono quindi essere interpretati il dibattito e gli studi in corso relativi alla reale efficacia della comunicazione economico-finanziaria in rapporto alle difformi esigenze di *stakeholder* e società, le cui conclusioni alimentano la dialettica sui concreti spazi di miglioramento.

Quanto sopra ha portato a ritenere opportuna l'analisi dell'effettiva percezione da parte degli operatori di mercato in merito a qualità ed adeguatezza della *disclosure* al fine di verificare, in rapporto a quanto enunciato sul piano teorico nel corso del presente capitolo, l'efficacia concreta e la capacità dell'informativa societaria di ridurre il *gap* esistente tra pubblico degli interlocutori e *insider*. Tale obiettivo è stato perseguito, nel capitolo successivo, mediante la disamina delle ricerche empiriche condotte a livello nazionale ed internazionale in materia e rivolte al

riscontro del grado di trasparenza così come percepito dal punto di vista degli emittenti informazioni e dei destinatari delle medesime. L'osservazione dei risultati così ottenuti, dovrebbe consentire di comprendere più a fondo le istanze operative di imprese, da un lato, e *stakeholder*, dall'altro, in ordine ad una prima e sommaria identificazione non solo degli eventuali spazi di miglioramento, ma anche, ed in via primaria, del ruolo effettivamente svolto dalla comunicazione finanziaria ai fini della tutela degli interessi convergenti nell'azienda.

CAPITOLO TERZO

ISTANZE OPERATIVE NELLA TUTELA DEGLI INTERESSI ISTITUZIONALI: EVIDENZE EMPIRICHE

3.1. Premesse concettuali alle ricerche empiriche in materia di comunicazione economico-finanziaria Premessa – 3.2. Le ricerche empiriche relative all'offerta di comunicazione economico-finanziaria – 3.3. Le ricerche empiriche relative alla offerta di comunicazione economico-finanziaria – 3.4. Elementi di giudizio emersi dalle evidenze empiriche

3.1. PREMESSE CONCETTUALI ALLE RICERCHE EMPIRICHE IN MATERIA DI COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA

Nel capitolo precedente sono state descritte teorie e considerazioni elaborate in letteratura in merito al ruolo critico della comunicazione economico-finanziaria quale efficace strumento per la tutela degli interessi. Ciò ha indotto a porre la questione dell'effettiva attitudine della trasparenza informativa a rappresentare un valido mezzo di protezione per gli *outsider*, al fine di valutare la concreta percezione di tali aspetti da parte degli operatori economici e trarre quindi elementi di giudizio in merito alla tematica in esame. Al fine delineato, il presente capitolo realizza una disamina degli studi empirici aventi ad oggetto il grado di trasparenza percepito da emittenti e destinatari delle informazioni, così da pervenire ad una valutazione circa la valenza della *disclosure* quale presidio dei portatori di interessi, nonché all'identificazione degli spazi di miglioramento eventualmente posti in evidenza. Al proposito di inquadrare con chiarezza i termini della problematica affrontata, prima di esporre il contenuto delle indagini esaminate, si richiamano brevemente nel seguito le considerazioni di sintesi in merito alla criticità dell'informativa societaria per gli attori del mercato.

Il ruolo centrale rivestito dalla comunicazione economico-finanziaria nel funzionamento efficiente di aziende e mercati finanziari ha determinato l'attenzione rivolta in ambito politico e accademico, in termini sia di sviluppi teorici che di riscontri empirici. La consapevolezza della rilevanza dei flussi informativi ha infatti indotto molteplici tentativi di valutarne l'efficacia in relazione, da un lato, alla soddisfazione delle attese degli *stakeholder*, dall'altro all'effettivo valore così prodotto e conseguito da parte delle imprese emittenti¹⁴². Tale attività ha incontrato le difficoltà implicite nella formulazione di apprezzamenti rivolti ad oggetti tra loro eterogenei, quali si dimostrano le istanze informative di un pubblico diversificato di fruitori e le composite pratiche di *disclosure* poste in essere dalle aziende¹⁴³. Le analisi condotte in materia hanno indagato il tema della trasparenza, focalizzandosi sulle società per azioni operanti sui mercati regolamentati, al fine di delineare i differenti aspetti costitutivi della stessa. In questo senso gli studi condotti hanno sono stati rivolti all'ambito dei presupposti concettuali sottesi alla necessità di un ampliamento delle pratiche di *disclosure* e dei possibili effetti economici alle stesse correlati, così come le esigenze conoscitive dei diversi soggetti presenti nell'ambiente economico, sotto il duplice profilo dell'offerta e della domanda di informazioni, in termini di varietà di contenuti, canali e strumenti concretamente impiegati.

L'ampiezza del concetto di comunicazione economico-finanziaria, descritta nel capitolo precedente, si trasmette alla complessità ed articolazione dei connessi tentativi di ricerca. Questi si contraddistinguono dunque per livelli di sintesi e analiticità difformi, in rapporto al grado di delimitazione del tema affrontato. Si possono infatti distinguere le indagini rivolte alle pratiche informative societarie complessivamente considerate da altre incentrate sull'approfondimento di particolari settori, in termini ad esempio di tipologia di dati trasmessi, categorie di destinatari e attese loro proprie, mezzi specifici impiegati nelle fasi di trasferimento dall'emittente al ricevente.

¹⁴² "In ragione... delle crescenti attese informative degli investitori, si sente sempre più l'esigenza di sottoporre a verifica le assunzioni che implicitamente hanno ispirato, da tempo, le scelte degli organismi di regolamentazione e, pertanto, le prassi comunicative dei soggetti emittenti". ALLEGRI (2003: 260).

¹⁴³ Cfr. ALLEGRI (2003: 259 e ss.).

Sotto il profilo meramente concettuale¹⁴⁴, gli studi volti alla comprensione del ruolo della comunicazione economico-finanziaria nell'ambito dell'attività aziendale e nei riguardi dei portatori di interesse, presentano carattere prodromico rispetto all'attuazione delle ricerche imperniate sul riscontro delle prassi implementate dalle società a tale riguardo. In particolare, i primi sono stati indirizzati all'elaborazione di teorie atte a fornire spiegazioni della recente intensificazione dell'attività di regolamentazione dell'offerta informativa su scala internazionale, nonché delle divergenze e affinità riscontrate in materia nei singoli Paesi ad economia avanzata.

Le elaborazioni in discussione si sviluppano nell'alveo della teoria dell'agenzia, descritta in precedenza, muovendo dall'assunto inerente il verificarsi di asimmetrie informative¹⁴⁵ ad esso connaturate. In una simile prospettiva la *disclosure* è stata considerata da diversi Autori¹⁴⁶ quale strumento di *governance* idoneo ad attenuare, se non ad eliminare *in toto*, i costi connessi al rapporto di delega intercorrente tra minoranze azionarie e *insider*¹⁴⁷. In tale accezione la trasparenza informativa si pone come parte integrante e imprescindibile di un buon sistema di governo societario, in ordine al possesso da parte degli *stakeholder* di notizie tempestive, accurate e affidabili, in merito sia ai risultati conseguiti tramite la gestione sia alle scelte compiute dal *management*, ed agli accadimenti verificatisi nel corso della stessa. L'accesso ai dati menzionati consente, come si dirà più avanti, di rafforzare la fiducia degli investitori e rendere parallelamente attraente l'investimento nei titoli dell'emittente attraverso la proiezione all'esterno

¹⁴⁴ Pare opportuno sottolineare come, nell'ottica dell'evoluzione temporale delle indagini in oggetto, l'individuazione della linea di sviluppo e dell'origine delle stesse rappresenti un procedimento estremamente complesso, in quanto le differenti ramificazioni ad esse proprie, in termini di specializzazione su aspetti particolari, sono state affrontate in parallelo, in un intreccio di interventi sia strettamente avvinti alla tema della *corporate governance*, sia rivolti alternativamente all'approfondimento analitico, o all'elaborazione di visioni di sintesi. Per una visione di sintesi degli approfondimenti condotti in materia, si vedano LEUZ, WYSOCKI (2007); HEALY, PALEPU (2001); CORE (2001).

¹⁴⁵ Cfr. HEALY, PALEPU (2001: 407 e ss.).

¹⁴⁶ Cfr. ZINGALES (2004).

¹⁴⁷ Con il termine *insider* si intende fare riferimento sia al *management* delle società con proprietà diffusa, sia agli azionisti di controllo delle società caratterizzate da concentrazione azionaria, in quanto entrambe le categorie si qualificano per un'ingerenza nello svolgimento dell'attività di impresa tale da consentire loro l'accesso a informazioni non diffuse tra il pubblico e conseguentemente anche l'attuazione di comportamenti opportunistici. Cfr., tra gli altri, MADDALONI, PAIN (2004), e BECHT (1997)

di un'immagine di credibilità¹⁴⁸. Le osservazioni svolte hanno contribuito al contemporaneo diffondersi di interventi pubblici di riforma e di pratiche di autoregolamentazione inerenti la comunicazione volontaria, elaborate sia a livello di organismi privati, sia di singole imprese.

L'ampiezza e la natura trasversale dell'attività legislativa riguardante l'informativa societaria ha condotto ad indagare le motivazioni sottostanti a tale attività e il rilievo pubblico accordato alla materia. Un tentativo di inquadrare le premesse logiche di tali aspetti si rinviene in uno studio¹⁴⁹ focalizzato sull'identificazione di costi e benefici correlati alla trasparenza societaria. Esso muove dalla considerazione che la necessità di regolamentare i flussi informativi dall'azienda verso gli attori di mercato scaturisce dall'effettiva sussistenza di asimmetrie informative. Queste ultime sono oggetto di attenzione da parte del settore pubblico per differenti ragioni, rinvenibili nella necessità di consentire l'efficienza allocativa delle risorse, garantire un'equa distribuzione dei benefici sociali connessi al possesso di determinate informazioni, contenere fenomeni corruttivi resi possibili dalla conoscenza in via esclusiva di dati rilevanti e, infine, rendere possibili *performance* più efficienti tramite la comunicazione dei risultati ottenuti.

La persistenza di *gap* informativi tra imprese e soggetti esterni è connaturata inoltre all'affinità tra la natura delle stesse informazioni con quella dei beni pubblici, a causa della quale i benefici connessi all'attività di comunicazione sono scarsamente misurabili da parte delle aziende¹⁵⁰. La difficoltà per gli *stakeholder* nell'organizzarsi in gruppi identificabili, in grado di esercitare pressioni orientate alla soddisfazione delle proprie attese, amplifica le criticità nella percezione dell'impatto positivo di

¹⁴⁸ "Il desiderio di accresciute trasparenza e affidabilità per contribuire, tra l'altro, ad assicurare che le società siano percepite come investimenti attraenti, ha condotto a significative riforme della corporate governance nei [diversi] Paesi". MALLIN (2002: 254).

¹⁴⁹ Cfr. WEIL (2002).

¹⁵⁰ Come detto nel capitolo precedente, i beni collettivi, una volta resi disponibili, possono essere indistintamente fruiti dalla collettività (salvo l'implementazione di strumenti *ad hoc* volti a consentirne una parziale limitazione). Ciò contribuisce a disincentivarne la produzione da parte delle imprese, e ad attutirne la domanda da parte degli investitori, in ragione degli elevati costi e della scarsa percezione dei correlati benefici: "L'informazione contabile può essere considerata come un bene pubblico poiché gli azionisti attuali sostengono un costo per la sua produzione ma non sono in grado di trasferirlo agli investitori potenziali, in relazione all'uso che essi fanno di tali dati. Gli investitori potenziali, dunque si servono gratuitamente delle informazioni pagate dagli investitori attuali, conducendo all'eventuale sottoproduzione di informazioni nel contesto economico". HEALY, PALEPU (2001: 411-412). Si veda anche WEIL (2002: 9 e ss.).

superiori livelli di *disclosure*, con l'effetto di distorcerne la valutazione da parte dei soggetti emittenti.

Nelle circostanze rappresentate, gli effetti degli interventi di regolamentazione possono essere analizzati sotto due differenti prospettive, quella cioè inerente il momento dell'introduzione delle previsioni normative e quella della successiva evoluzione dei sistemi di comunicazione. In merito al primo profilo di indagine, le riforme giuridiche conseguono l'effetto di modificare il comportamento degli emittenti e, per tale via, quello dei destinatari, secondo un circolo potenzialmente virtuoso atto a consolidare le prassi societarie su un superiore grado di trasparenza. Il meccanismo attraverso il quale attuare il cambiamento in esame è fondato sull'interazione che si verifica tra imprese e *stakeholder*. Gli obblighi informativi imposti alle prime, consentendo ai secondi di elaborare nuove conoscenze in merito alle dinamiche gestionali, incidono infatti sui loro comportamenti futuri.

In merito al secondo momento, relativo alla fase di consolidamento ed evoluzione del sistema di *disclosure*, la rilevazione e l'esame dei mutati atteggiamenti del pubblico, quali *feedback* pervenuti agli emittenti, possono determinare un adeguamento spontaneo dei medesimi alle istanze provenienti dagli attori del mercato.



Figura 3.1 Meccanismo di interazione "virtuosa" nella comunicazione.

L'effetto finale del meccanismo dianzi descritto, in termini di portata e segno dello stesso, dipende però dalla concreta combinazione dei cambiamenti incorsi nella condotta di società e destinatari, in seguito all'adesione ai vincoli normativi in materia di comunicazione economico-finanziaria. Il rapporto e l'interazione tra le rispettive configurazioni dei costi e dei benefici concorrono infatti congiuntamente a determinare o meno il successo delle politiche di trasparenza introdotte dal sistema giuridico¹⁵¹. Ciò dipende dall'iniziale avversione da parte delle imprese a sostenere i costi connessi alla comunicazione dei dati inerenti la gestione¹⁵², a fronte di vantaggi non agevolmente quantificabili in ragione della dispersione del pubblico di interlocutori. I destinatari, di contro, presentano profili di utilità variabili, potendosi individuare situazioni difformi, in cui non necessariamente unità aggiuntive di informazioni comportano un incremento dei benefici per gli stessi. Le figure seguenti pongono in evidenza tre differenti combinazioni possibili del rapporto costi-benefici.

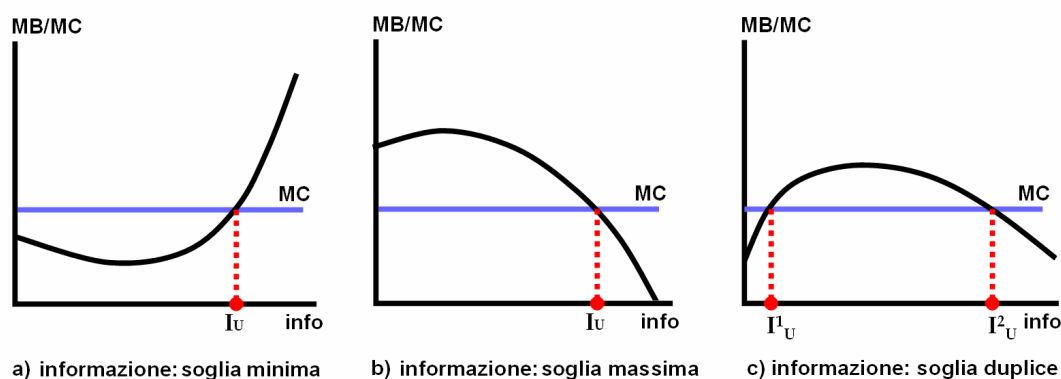


Figura 3.2 Rapporti e soglie costi-benefici per i fruitori dell'informativa societari.
 Fonte Weil D. (2002: 35 e ss.).

La prima curva descrive l'insieme dei casi in cui ogni unità aggiuntiva di informazioni presenta per i destinatari un beneficio marginale superiore al costo marginale sostenuto per la sua acquisizione. In siffatta circostanza,

¹⁵¹ "L'efficacia complessiva dei sistemi di disclosure sarà determinata dai cambiamenti combinati nel comportamento dei fruitori delle informazioni e dei soggetti emittenti, nella specifica direzione desiderata dai pubblici poteri". WEIL (2002: 7).

¹⁵² Cfr. CORE (2001: 444 e ss.).

l'utilità tratta da un'iniziale quantità ridotta di dati non produce effetti consistenti sui fruitori degli stessi, che iniziano a trarne vantaggio solo successivamente ad un incremento nella *disclosure*. Nella figura b), invece, è rappresentata la situazione relativa a tipologie di notizie che, se trasmesse in misura eccessiva rispetto ad una data soglia, cessano di generare effetti positivi sul processo decisionale degli investitori. Ciò accade ad esempio per l'informativa attinente i rischi di impresa¹⁵³, in quanto, una volta comprese le caratteristiche sostanziali del contesto operativo, ulteriori dettagli conoscitivi non sono necessari. Da ultimo, nella situazione delineata in figura c), gli interlocutori sociali ottengono benefici da certe categorie di comunicazione economico-finanziaria solo quando i dati resi disponibili superano un determinato livello quantitativo, per poi rivelarsi ridondanti se eccedenti un dato ammontare (I^2_U). In quest'ultimo caso, l'utilità tratta dalla trasparenza è significativa tra i punti indicanti la soglia massima e minima (I^1_U e I^2_U).

In definitiva, è possibile affermare che la regolamentazione delle pratiche di *disclosure* deriva la propria efficacia dal bilanciamento dei costi e dei benefici afferenti gli attori coinvolti da tali interventi. Nello specifico, occorre evidenziare come i processi aventi ad oggetto l'introduzione di regole volte ad incrementare la trasparenza siano influenzati sia dal contesto iniziale di riferimento, sia dalla reciproca determinazione delle variabili rilevanti in fase di applicazione delle relative previsioni legislative.

La correlazione tra l'attività normativa rivolta alla disciplina della comunicazione economico-finanziaria e le condizioni ambientali di partenza, sono altresì sottolineate da una ricerca volta ad indagare l'interrelazione esistente tra il livello di *disclosure* riscontrabile nei diversi Paesi con mercati finanziari sviluppati, contesto culturale ad essi proprio ed efficienza dei sistemi giudiziari¹⁵⁴. L'Autore procede dalla constatazione delle differenze nel grado di trasparenza informativa proprio delle società operanti in diverse nazioni, e dal riscontro della permanenza di tali difformità anche in seguito al processo di armonizzazione contabile realizzato con l'introduzione dei Principi Contabili Internazionali all'interno dell'Unione Europea. Ciò ha indotto la

¹⁵³ Per alcuni cenni in merito al rapporto tra comunicazione economico-finanziaria e regolamentazione delle informazioni relative ai rischi di impresa si veda COMBES-THUÉLIN, HENNERON, TOURON (2006).

¹⁵⁴ Cfr. FARINA (2005).

riflessione in merito ai possibili fattori determinanti tali divergenze locali. Questi sono stati rinvenuti nella misura dell'azione coercitiva, garantita¹⁵⁵ dai pubblici poteri, e nelle specificità culturali proprie ai singoli Stati.

In merito alla prima variabile, l'effettività della tutela giudiziaria accordata alle minoranze è ritenuta rappresentativa del complessivo livello di presidio delle stesse. Essa è inoltre considerata quale imprescindibile complemento di ogni attività normativa rivolta alla regolamentazione della comunicazione societaria, in quanto essenziale alla credibilità dello stesso ed all'applicazione concreta dei provvedimenti legislativi da parte dei soggetti interessati¹⁵⁶. In tal senso i differenti Paesi possono essere distinti secondo la tradizionale ripartizione tra sistemi giuridici di *common* e di *civil law*, in considerazione dei superiori livelli di protezione osservabili all'interno dei primi rispetto a questi ultimi.

Per quanto attiene l'analisi della dimensione culturale, è opportuno osservare come la relativa staticità e la profondità dei condizionamenti ad essa legati influenzino l'interpretazione e il grado di accoglimento dei provvedimenti di natura giuridica, nelle due fasi dell'elaborazione da parte dei pubblici poteri e di applicazione da parte delle imprese¹⁵⁷. Ciò ne determina l'effettiva attitudine ad incidere sui livelli di informativa esterna attuati nei differenti contesti socio-economici. Il concetto di cultura, nondimeno presenta caratteri peculiari, che ne rendono estremamente critica la misurazione in termini quantitativi. A tale scopo, Farina ha combinato due differenti criteri di classificazione dei possibili atteggiamenti culturali, ipotizzando che tra questi la componente di individualismo rappresenti un elemento determinante le pressioni esercitate dal pubblico in ordine al conseguimento di maggiori informazioni economico-finanziarie. L'indagine in discussione, i cui risultati sono illustrati graficamente nelle figure seguenti, ha posto nuovamente in evidenza l'importanza rivestita all'ambiente socio-economico nel quale le istituzioni operano al fine di regolamentare le pratiche di *disclosure*. Queste, nell'espletamento delle proprie funzioni,

¹⁵⁵ In merito al rapporto tra tutela giudiziaria e concentrazione degli assetti proprietari, si veda GUEDHAMI, PITTMAN (2006).

¹⁵⁶ "Se l'adesione a principi contabili [condivisi] da parte di un'impresa è interpretata quale adesione ad un [determinato] sistema di norme giuridiche, è difficile immaginare una situazione in cui la scarsa efficienza delle procedure giudiziarie coesista con una significativa aderenza alle previsioni legislative", FARINA (2005: 7).

¹⁵⁷ Cfr. FARINA (2005: 9 e ss.).

scontano infatti i condizionamenti esercitati *ex ante* ed *ex post* dal contesto operativo in cui agiscono

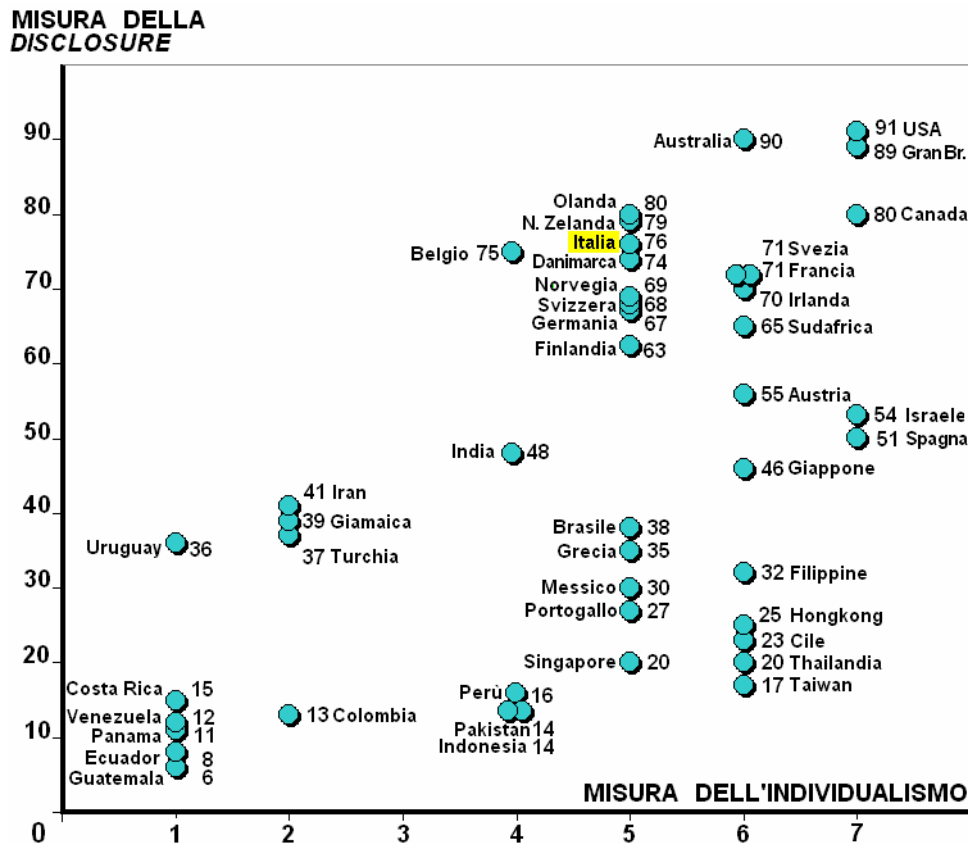


Figura 3.3 Relazione tra misura dell'individualismo e misura dell'ampiezza di disclosure in diversi Paesi. Fonte FARINA (2005).

A conferma di quanto detto è opportuno menzionare una delle considerazioni finali a cui è pervenuta un'indagine condotta sul grado di trasparenza delle società operanti in mercati emergenti¹⁵⁸. In particolar modo, lo studio è stato incentrato sulle economie dell'Europa centro-orientale che, con l'ingresso nell'Unione Europea e il conseguente recepimento delle direttive da questa emanate, hanno avviato massicci interventi di privatizzazione. Gli Autori conducono un'articolata analisi delle determinanti degli *standard* di trasparenza, con riferimento sia alle comunicazioni obbligatorie, che a quelle di natura volontaria¹⁵⁹.

¹⁵⁸ BERGLÖF, PAJUSTE (2005). In merito ai livelli di *disclosure* implementati nei Paesi emergenti si veda anche FROST, GORDON, POWNALL (2006).

¹⁵⁹ Nel dettaglio, gli Autori hanno utilizzato quale indicatore del grado di diffusione della comunicazione volontaria la disponibilità di informativa sui siti Internet delle società del campione.

**MISURA DELLA
DISCLOSURE**

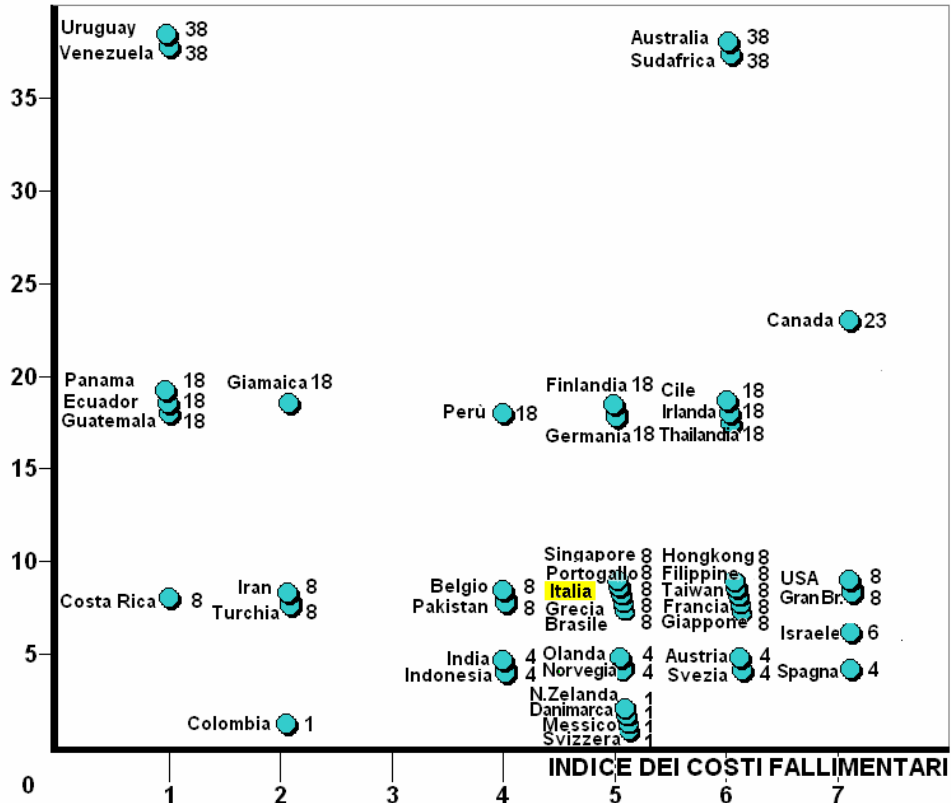


Figura 3.4 Relazione tra misura dell'ampiezza di disclosure ed indice dei costi fallimentari in diversi Paesi. Rielaborazione grafica da FARINA (2005).

I risultati cui gli stessi pervengono richiamano ancora una volta il ruolo chiave attribuibile in tal senso alle preesistenti condizioni economiche, giuridiche e socio-ambientali, quali elementi in grado di influenzare l'implementazione delle previsioni normative. L'osservazione degli effetti legati all'introduzione nei Paesi in oggetto della disciplina dell'Unione Europea in materia di attività informativa esterna, hanno condotto alla conclusione che *“le trasposizioni in toto si dimostrano largamente inefficaci per la diffusione delle pratiche di governance. Quando il Legislatore e gli organismi di sorveglianza hanno preso parte all'elaborazione delle norme, è più probabile che*

Per la comunicazione economico-finanziaria obbligatoria sono stati impiegati indicatori inerenti alla presenza di informazioni sulla remunerazione ed il possesso azionario del *management* e sui rapporti con parti correlate nell'*annual report*.

continueranno a svilupparle e a renderle effettive... L'importazione di codici dall'estero può rappresentare un utile punto di riferimento nel processo di regolamentazione; ogni deviazione o scostamento dovrebbe essere esplicitamente motivato da condizioni locali"¹⁶⁰.

In merito all'efficacia attribuibile alla regolamentazione della comunicazione economico-finanziaria da parte del settore pubblico, pare interessante citare brevemente il contributo fornito da una ricerca¹⁶¹ focalizzata alla definizione del differente ruolo svolto dalle previsioni normative rivolte alle pratiche di *disclosure*, *enforcement* pubblico da un lato, privato dall'altro. In seguito alla rilevazione delle leggi vigenti in 49 Paesi volte alla disciplina delle nuove emissioni di titoli azionari da parte delle società quotate, gli Autori hanno fornito ulteriore evidenza del rilievo sostanziale dell'impianto giuridico in ordine al funzionamento efficiente dei mercati finanziari. In particolare, emerge come la chiara definizione di un regime delle responsabilità in capo ai soggetti coinvolti permetta di conseguire risultati maggiormente efficaci nella tutela delle minoranze rispetto alla mera imposizione di *disclosure*. Tali conclusioni, ponendo l'enfasi sui procedimenti di contrattazione privata, tipicamente connaturati a sistemi giuridici di *common law*, inducono inoltre alla puntualizzazione dell'influenza esercitata dal contesto di azione delle forze pubbliche nell'elaborazione ed imposizione dei provvedimenti legislativi.

La breve sintesi relativa agli studi sopra riportati deve essere interpretata come una descrizione di principali tendenze e orientamenti caratterizzanti la Letteratura esistente in materia di comunicazione economico-finanziaria, con peculiare attenzione per quello che riguarda difformi configurazioni e livelli di *disclosure* riscontrabili nei Paesi ad economia avanzata. Come anticipato, i differenti filoni di indagine sono accomunati, per la maggior parte, dal costante riferimento al rapporto di agenzia e ai costi ad esso correlati, nonché dall'intento di individuare relazioni significative tra norme e prassi inerenti la trasparenza da un lato, ed efficienza della gestione aziendale e dei mercati finanziari dall'altro. A tali finalità si affiancano scopi conoscitivi attinenti l'identificazione delle variabili concorrenti alla definizione di determinati assetti comunicativi, così da delineare i principali fattori in grado di influenzare gli

¹⁶⁰ Cfr. BERGLÖF, PAJUSTE (2005: 196).

¹⁶¹ Cfr. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, FLORENCIO, SHLEIFER (2006).

atteggiamenti comunicativi delle società. In particolar modo, dalle ricerche esaminate emergono, a conferma di quanto previsto dalle enunciazioni teoriche, correlazioni positive tra il grado di divulgazione delle informazioni da parte delle aziende e la solidità e ampiezza dei mercati finanziari. Attraverso la condivisione di dati e notizie rilevanti in merito allo svolgimento dell'attività di impresa, i *manager* rafforzano l'immagine di credibilità della stessa presso il pubblico di investitori attuali e potenziali, influenzando positivamente il processo di assunzione delle decisioni di investimento. In pari tempo, la possibilità per gli *stakeholder* di accedere alle informazioni relative agli accadimenti aziendali attua una riduzione dell'asimmetria informativa, per tale via inducendo una maggiore fiducia e consapevolezza delle scelte effettuate. Gli interventi dei pubblici poteri in tema di trasparenza societaria, pertanto, svolgono anch'essi una funzione essenziale per i mercati dei capitali.

Parallelamente però, le analisi citate pongono in evidenza i limiti intrinseci all'efficacia di tali riforme, tutti riconducibili alla natura e alle caratteristiche peculiari del sistema economico in cui vengono introdotti. Il vicendevole rapporto tra i costi e i benefici di emittenti e destinatari, così come il grado di protezione garantita a questi ultimi tramite l'effettività dei meccanismi giudiziari, nonché il sostrato culturale nel quale le previsioni sono implementate, rappresentano tutti fattori atti a contenere gli effetti positivi delle azioni statali. In questo senso, essi devono essere tenuti in considerazione sia nell'elaborazione del *corpus* normativo inerente la comunicazione economico-finanziaria, sia laddove si intenda indagare le differenti pratiche di *disclosure* applicate a livello internazionale, al fine di pervenire a considerazioni di maggiore significatività. Ciò pone in risalto e conferma la natura estremamente composita dell'informativa societaria, in ragione delle molteplici e contrastanti spinte cui tale attività è sottoposta in termini di incentivi e deterrenti provenienti dai soggetti dalla stessa interessati.

3.2. LE RICERCHE EMPIRICHE RELATIVE ALL'OFFERTA DI COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA

Le interdipendenze tra comunicazione economico-finanziaria ed efficienza dei mercati finanziari descritte nel precedente paragrafo,

unitamente alla complessità della materia posta in evidenza nel corso della trattazione, hanno portato ad un'intensa attività di raccolta di dati e di ricerche di carattere empirico, finalizzate all'identificazione dei fattori determinanti le politiche informative adottate dalle imprese, nonché le dinamiche sottostanti alle scelte effettuate in tale ambito dal *management*. Nell'attività di indagine in oggetto sono coinvolti soggetti di varia natura, potendosi variamente ravvisare studi predisposti o commissionati da istituzioni pubbliche, organismi professionali privati e accademici, volti all'analisi dei differenti aspetti inerenti il tema della trasparenza societaria sotto i diversi profili connessi agli elementi che ne sono costitutivi.

Classificando l'attività di ricerca in relazione agli attori individuabili nel sistema delle comunicazioni, si è ritenuto opportuno trattare separatamente gli approfondimenti volti ad indagare il lato dell'offerta di informazioni e quelli inerenti la domanda espressa dagli *stakeholder* esterni all'azienda. Ciò consente infatti di focalizzare l'attenzione su due ambiti distinti, ma connessi da una relazione di reciproca complementarietà. L'articolazione individuata permette inoltre di affrontare specularmente la descrizione dei dati trasmessi dalle imprese al mercato, in seguito a vincoli normativi e a considerazioni di carattere individuale, e il grado di fruibilità ed utilità dei dati medesimi, come percepito dagli interlocutori sociali in relazione alle proprie finalità ed esigenze.

Nello specifico, per quanto attiene l'offerta di informazioni economico-finanziarie, gli studi possono essere ulteriormente differenziati, in ragione degli obiettivi conoscitivi perseguiti. Una prima categoria di ricerche, per la maggior parte riferibili a organismi di natura pubblica o privata¹⁶², sono incentrate sulla rilevazione e rielaborazione di dati attinenti il grado di implementazione delle pratiche di *disclosure*, legale e volontaria, sui mercati finanziari dei diversi Paesi. Diversamente si qualificano invece gli studi empirici volti all'individuazione di significative relazioni di interdipendenza tra variabili espressione del grado di trasparenza informativa e fattori determinanti incrementi di efficienza nell'attività di

¹⁶² Tale tipologia di studi è con maggiore frequenza riferibile ad organismi pubblici e associazioni di categoria in ragione della quantità e specializzazione dei dati a tal fine necessari. La possibilità di accedere ad informazioni analitiche e le capacità di creazione ed elaborazione di banche dati di dimensioni rilevanti, richiedono infatti un potere contrattuale, inteso in senso lato, e sistemi informatici atti al supporto di tali attività.

impresa, finalizzati all'elaborazione e validazione di teorie descrittive dei meccanismi di mutua interazione tra gli aspetti considerati¹⁶³.

Rivolgendo la trattazione alla prima categoria descritta¹⁶⁴, assumono particolare rilievo le analisi condotte da Standard & Poor's in merito al livello di *disclosure* proprio delle società statunitensi¹⁶⁵ e di quelle dell'Europa occidentale¹⁶⁶. Entrambe le indagini sono costruite sul presupposto logico per il quale la trasparenza informativa inerente i dati economico-finanziari e gestionali costituisce un efficace strumento di *corporate governance*. Come già descritto, la diffusione delle informazioni medesime "mantiene gli stakeholder della società maggiormente consapevoli delle scelte amministrative [e] produce un impatto positivo sul funzionamento efficiente del mercato dei capitali"¹⁶⁷. In tale prospettiva lo studio in discussione è stato incentrato sull'analisi dei contenuti degli *annual report*¹⁶⁸ elaborati dalle società americane ed europee di maggiori dimensioni, in termini di presenza o assenza di determinate informazioni¹⁶⁹. Il riferimento esclusivo al fascicolo di bilancio è legato all'intenzione di esaminare il contenuto "dei documenti basilari della comunicazione societaria"¹⁷⁰. A tale proposito occorre operare una distinzione tra lo studio rivolto al sistema nordamericano, che prevede

¹⁶³ In merito ad entrambe le due categorie di ricerche, pare opportuno precisare come si siano succeduti nel corso degli ultimi decenni, a partire già dai primi anni '70, molteplici studi inerenti l'offerta di informazione.. Si è tuttavia ritenuto opportuno fornire una descrizione dei soli lavori più recenti, in ragione della superiore attualità dei dati che se ne possono trarre. Per ulteriori approfondimenti e indicazioni circa tale filone di ricerca, si veda ALLEGRI (2003: 269 e ss.).

¹⁶⁴ Gli studi rivolti alla rilevazione dell'effettiva offerta informativa nei differenti mercati, pur essendo relativamente numerosi, nondimeno si dimostrano difficilmente reperibili e spesso specializzati su determinate aree o categorie di destinatari. Appare interessante, sebbene non oggetto di trattazione in ragione dell'estrema specificità, l'indagine condotta dal *National Investor Relations Institute*. Questa è infatti focalizzata sugli effetti legati all'introduzione negli Stati Uniti della *Fair Disclosure Regulation* (la normativa volta a disciplinare l'informazione di tipo selettivo), esaminati attraverso la consultazione dei responsabili della funzione di *Investor Relation* delle società statunitensi. Cfr. NIRI (2001).

¹⁶⁵ Cfr. BALIC ET AL. (2002).

¹⁶⁶ Cfr. BALIC ET AL. (2003).

¹⁶⁷ Cfr. BALIC ET AL. (2002: 5).

¹⁶⁸ Pare opportuno precisare che, a differenza di quanto si vedrà per lo studio condotto dalla WFE riportato nel prosieguo, le informazioni rilevate all'interno degli *annual report* nella ricerca in esame appartengono ad entrambe le categorie della comunicazione obbligatoria e volontaria.

¹⁶⁹ Gli Autori precisano a tale riguardo che scopo precipuo della ricerca è la verifica della presenza o meno delle informazioni ritenute indicative di un buon sistema di *disclosure*, prescindendo dal riscontro della veridicità dei dati riportati. Cfr. BALIC ET AL. (2002: 4); BALIC ET AL. (2003: 8).

¹⁷⁰ BALIC ET AL. (2002: 3).

due differenti tipologie di rilevazioni, e quello europeo incentrato unicamente sul fascicolo di bilancio¹⁷¹. Per gli USA, infatti, la raccolta dei dati è stata attuata sia con esclusivo riferimento a quest'ultimo documento, sia riguardando il sistema composito dato dall'*annual report* medesimo e da altri prospetti ritenuti elementi fondanti¹⁷² la *disclosure* delle imprese quotate.

Al fine di valutare la completezza delle notizie riportate ed il grado di trasparenza delle imprese del campione, è stata verificata la sussistenza in tali documenti di 98 categorie di dati (riportati in appendice, con il dettaglio dei punteggi attribuiti ai singoli Paesi considerati) riconducibili a tre macroclassi:

- assetti proprietari e diritti degli azionisti;
- *disclosure* delle informazioni finanziarie e rilevanti; esclusivamente
- struttura e funzionamento del consiglio di amministrazione e informazioni sugli amministratori esecutivi.

Per ogni aspetto rilevato, Standard & Poor's ha attribuito un punto in caso di presenza del dato all'interno dei prospetti esaminati e, tramite il calcolo del rapporto tra punteggio complessivo attribuibile ad ogni società e totale delle variabili ricercate (pari a 98), ha individuato una classificazione degli emittenti ripartiti sulla base di decili. La successiva

¹⁷¹ In realtà, similmente a quanto attuato nell'analisi dell'informativa statunitense, i dati rilevati per le società quotate sul mercato francese includono le informazioni tratte in modo combinato da *annual report* e dal *Document de Reference*, in considerazione della complementarità tra i due documenti. Il *Document de Reference* costituisce "il fascicolo contenente tutte le informazioni economiche, contabili e giuridiche atte a fornire un'esauriente presentazione della società quotata, con periodicità annuale". BOSETTI, SALVIONI (2006: 24). Giova sottolineare come, per gli altri paesi dell'Europa occidentale non siano stati presi in esame documenti caratterizzati da analoga funzione integrativa, poiché la redazione degli stessi non presenta periodicità annuale. Da ultimo, l'analisi del contesto europeo si è rivolta anche al modulo 20-F, laddove presente e reperibile, compilato dalle società quotate che emettono US ADR. Questi ultimi si configurano quali certificati emessi da banche di deposito americane, che rappresentano azioni estere da queste possedute. Le società emittenti sono tenute, in base alla legislazione degli Stati Uniti, a compilare annualmente ed archiviare presso la SEC il modulo 20-F, contenente i dati relativi all'*Annual Report* predisposti secondo norme precise. In merito a tale argomento, si veda PLUMLEE, PLUMLEE (2007).

¹⁷² Tali documenti sono rappresentati dal prospetto contenente le informazioni relative alla raccolta di deleghe di voto (*proxy statements*) e dal modulo 10-K. Quest'ultimo rappresenta un documento informativo che le imprese quotate sul mercato statunitense sono tenute a compilare e presentare al pubblico, nei tempi e nei modi stabiliti dalla SEC. I dati in esso contenuti attengono ad una rassegna di sintesi relativa alle condizioni operative e finanziarie, comprensiva di prospetti finanziari certificati da revisori esterni.

aggregazione dei risultati così ottenuti ha condotto all'identificazione di una graduatoria inerente la trasparenza informativa propria dei differenti Stati inclusi nell'indagine, sia in termini complessivi che con peculiare attenzione alle tre macroclassi dianzi elencate.

Le evidenze empiriche emerse dalla ricerca in esame, ed illustrate nelle figure successive, hanno posto in evidenza il superiore grado di *disclosure* offerto dalle società americane e inglesi, rispetto a quelle dell'Europa continentale, laddove siano stati considerati i documenti integrativi previsti dalla normativa statunitense e francese. Con special riguardo ai mercati europei, inoltre, Francia e Olanda si attestano su livelli conformi a quelli dei paesi anglosassoni, mentre Italia, Germania e Spagna denotano standard di trasparenza maggiormente affini a quelli riscontrati negli Stati asiatici dell'area del Pacifico.

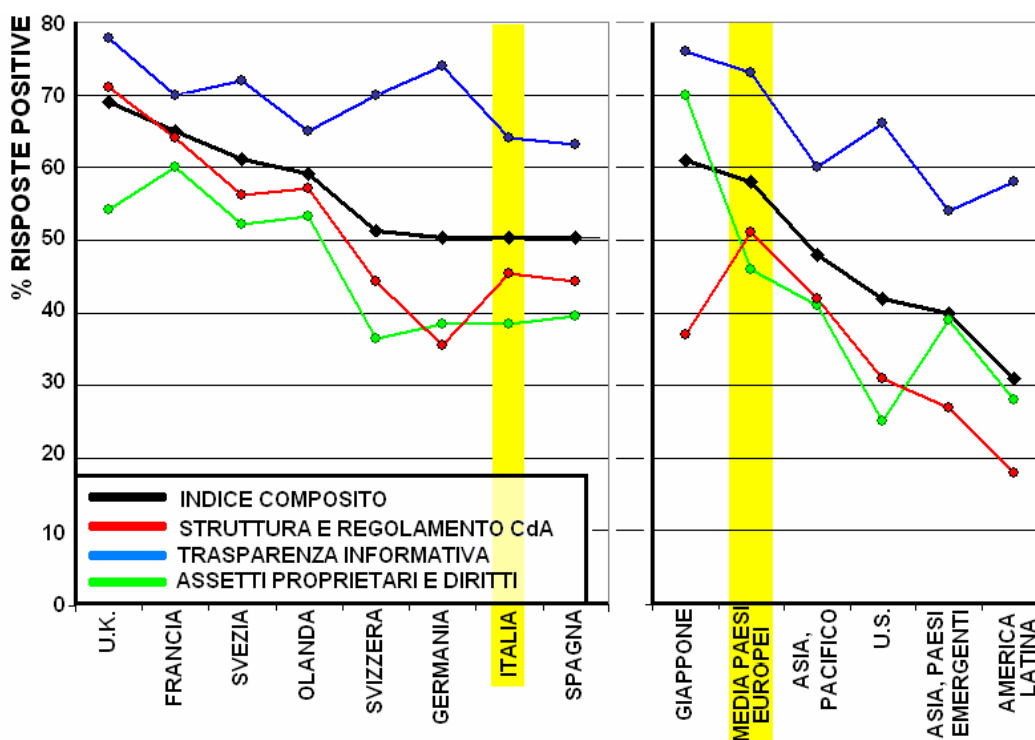


Figura 3.5 Rappresentazione comparata del livello di *disclosure*, con esclusivo riferimento agli *annual report*, e nel panorama internazionale. Fonte BALIC A. ET AL. (2003: 9).

Di contro, focalizzando lo studio sul solo contenuto del fascicolo di

bilancio si riscontra una superiorità informativa delle imprese dell'area europea, mentre i dati forniti da quelle statunitensi risultano significativamente inferiori.

La comparazione delle differenti prassi informative rilevate ha indotto gli Autori a elaborare alcune riflessioni in merito ai risultati emersi dalla ricerca. Con riferimento alle società appartenenti all'area dell'Europa continentale, è stata riscontrata una disomogeneità di fondo sia tra le pratiche di *disclosure* prevalenti nei diversi Paesi inclusi nel campione, sia tra le singole società di uno stesso Paese. Riguardo al primo rilievo, esso è ricondotto alla difformità nel sistema giuridico e negli assetti proprietari predominanti a livello locale¹⁷³.

Questi ultimi fattori costituiscono il sostrato preesistente all'introduzione della normativa in materia e condizionano le scelte legislative discrezionali consentite agli Stati membri dalla regolamentazione dell'Unione Europea, determinando in tal modo le differenze riscontrate nell'offerta comunicativa.

Le divergenze emerse tra le imprese operanti su uno stesso mercato sono invece attribuite alle scelte dalle medesime effettuate in materia di comunicazione volontaria, in termini cioè di dati resi disponibili al pubblico sulla base di scelte individualmente compiute dalle singole aziende. In particolare, oltre alla scarsa diffusione dell'informativa trimestrale, gli Autori hanno individuato le notizie attinenti la gli assetti proprietari e i diritti degli investitori quale area informativa maggiormente lacunosa e pertanto suscettibile di ampi margini di miglioramento. In tale ambito, i dati forniti con minore frequenza risultano essere quelli inerenti:

- partecipazioni incrociate;
- assetti proprietari di controllate e collegate;
- dettagli relativi alle condizioni contrattuali stipulate con l'amministratore delegato;
- specifiche tecniche delle retribuzioni del *management* correlate al risultato;

¹⁷³ "... Il fatto che tutti gli Stati membri (eccetto Austria e Lussemburgo) abbiano il proprio codice [di autodisciplina] mostra che un ancora esiste un difforme approccio alla corporate governance, largamente dovuto alle differenze nel quadro normativo. In particolare, le strutture societarie maggiormente concentrate dell'Europa continentale, si traducono in assetti di governo e procedure che si distinguono in particolare da quelle del Regno Unito, contraddistinto da strutture proprietarie ad azionariato diffuso". BALIC ET AL. (2003: 3).

- modalità di retribuzione degli amministratori (ad esempio azioni, contanti);
- quote azionarie detenute dal *management* nelle società controllate e collegate;
- informazione finanziaria trimestrale.

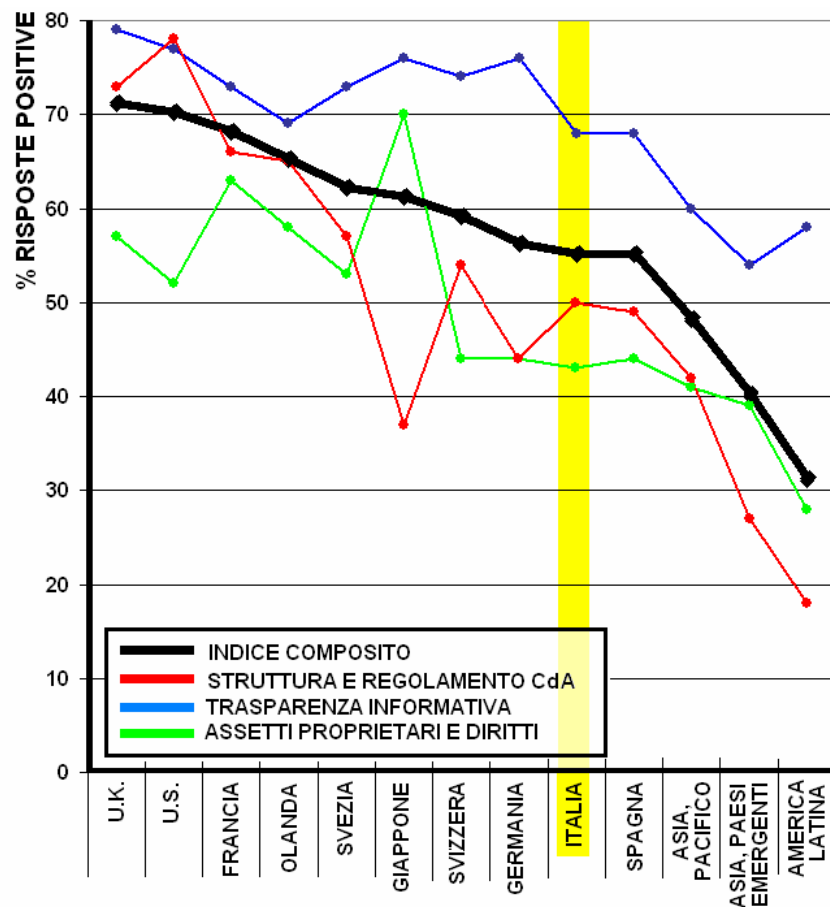


Figura 3.6 Rappresentazione comparata del livello di *disclosure*, con riferimento agli *annual report* ed agli altri documenti obbligatori, nel panorama internazionale. Fonte BALIC A. ET AL. (2003: 9).

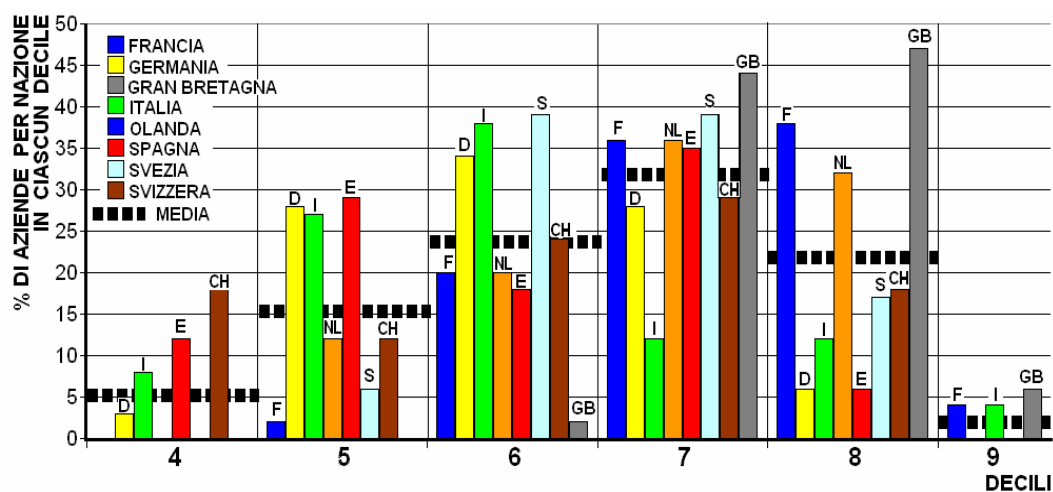


Figura 3.7 Posizionamento dei diversi Paesi in una classifica del livello di trasparenza presentato dagli emittenti.¹⁷⁴ Fonte: BALIC A. ET AL. (2003: 11)

Le società appartenenti all'area europea, a fronte delle carenze informative evidenziate, si contraddistinguono però per l'attenzione rivolta alle tematiche socio-ambientali che hanno condotto alla diffusione relativamente estesa di forme di *reporting* quali bilancio sociale, bilancio di sostenibilità e bilancio ambientale¹⁷⁵. Di notevole interesse pare anche la trasparenza relativa al controllo interno ed esterno ed alle remunerazione dei soggetti a tali processi dedicati.

Per contro le imprese statunitensi presentano proprie peculiari problematiche comunicative, correlate alla scarsità di dati non finanziari reperibili negli *annual report*, ma generalmente presenti negli altri documenti obbligatori imposti dalla normativa vigente. In dettaglio, gli aspetti oggetto di minore divulgazione sono indicati nel seguente elenco:

- riferimento e rimandi a codici di *corporate governance* o di *best practice*¹⁷⁶;
- identificazione dei primi tre azionisti della società, in rapporto

¹⁷⁴ Cfr. allegato 4.

¹⁷⁵ "... Gli aspetti inerenti l'attività di reporting relativa a informazioni socio-ambientali [rappresentano] una ambito di comunicazione in crescita tra molte società europee". BALIC ET AL. (2003: 5).

¹⁷⁶ Nello studio è posto in evidenza come l'Europa si caratterizzi per informazioni di maggiore dettaglio circa il sistema di governance adottato: "...numeroso società presentano una relazione separata sulla corporate governance. In Italia, le società quotate sono ora obbligate a trasmettere a Borsa Italiana copie della relazione sulla corporate governance, nonostante nella maggior parte dei casi, questa informazione sia duplicata nell'annual report". BALIC ET AL. (2003: 6).

- alla percentuale di quote detenute;
- modalità di remunerazione degli amministratori;
- data di nomina di ogni amministratore;
- nominativi degli amministratori membri del comitato per le proposte di nomina.

La situazione delineata dallo studio di Standard & Poor's evidenzia dunque un certo margine di eterogeneità nelle informazioni diffuse dalle società quotate nei differenti Stati, nonostante si tratti di economie avanzate, causata in particolar modo da una corrispondente disomogeneità dei singoli contesti nazionali di riferimento, in termini di sistema economico-giuridico. Un'unica precisazione deve essere fatta in merito all'analogia tendenziale riscontrata tra area statunitense ed europea nel diverso livello di *disclosure* riconosciuto per differenti categorie di dati. Un punto di contatto che trascende le difformità locali è infatti dato dal superiore dettaglio proprio delle informazioni strettamente economico-finanziarie, rispetto alla carenza di quelle inerenti gli aspetti gestionali e proprietari¹⁷⁷.

Ad analoghe conclusioni perviene la ricerca condotta dalla *World Federation of Exchanges* (WFE) nel 2003¹⁷⁸, ad aggiornamento della precedente edizione del 1998. L'indagine, condotta su 52 Borse valori tramite l'invio alle stesse di un questionario¹⁷⁹ e la raccolta di dati estratti da fonti pubbliche, è finalizzata a "*descrivere le migliori pratiche dei sistemi di disclosure¹⁸⁰, identificare cambiamenti recenti [in questi intervenuti], individuare e interpretare le ultime tendenze e le problematiche sollevate nell'ambito dei mercati regolamentati*"¹⁸¹. L'oggetto di approfondimento è dunque individuabile nella regolamentazione dei mercati finanziari in termini sia

¹⁷⁷ "La nostra analisi relativa a modelli comunicativi inerenti l'ampia categoria delle informazioni non finanziarie mostra l'affinità tra le società europee e nordamericane". BALIC ET AL. (2003: 7).

¹⁷⁸ FROST (2003)

¹⁷⁹ Il questionario in oggetto risulta particolarmente interessante. Trattandosi di un documento esteso su numerose pagine se ne riporta in allegato 5 il FAC-SIMILE del solo primo foglio,, seguito dal riepilogo degli argomenti investiti.

¹⁸⁰ "In questo documento per sistema di disclosure si intende: richiesta trasmissione di informazioni societarie imposte dalla Borsa valori e dagli organismi pubblici di regolamentazione al momento della quotazione e in via continuativa [nel periodo ad essa successivo], l'attività di monitoraggio e di applicazione delle notizie richieste e i meccanismi attivati dalle società di gestione del mercato per la diffusione dei dati relativi alle società quotate". Il documento in esame precisa inoltre la differenza tra il concetto di disclosure e quello di trasparenza, qui intesa come qualità dell'informazione trasmessa in relazione alla capacità della stessa di riflettere la realtà aziendale e operativa sottostante e al grado di accessibilità da parte del pubblico dei fruitori. FROST (2003: 7).

¹⁸¹ FROST (2003: 6).

di comunicazione economico-finanziaria obbligatoria, sia di meccanismi di controllo da parte delle stesse società di gestione del mercato. Specificatamente, il modulo spedito a queste ultime contiene domande riferite a cinque differenti ambiti attinenti tale materia, sintetizzabili come di seguito elencato:

- informazioni contenute nei prospetti di quotazione e negli *annual report*;
- divulgazione periodica di fatti rilevanti intervenuti nella gestione;
- ruolo delle Borse valori nell'attività di regolamentazione;
- procedure di supervisione in merito all'adesione da parte delle imprese alle disposizioni normative vigenti;
- cambiamenti intervenuti nei sistemi di *disclosure*.

Per quanto attiene gli aspetti più strettamente legati all'attività delle società di gestione del mercato, identificabili negli ultimi tre punti della classificazione precedente, pur non essendo strettamente oggetto della presenta trattazione, pare opportuno accennarne brevemente i risultati. In tali ambiti, i questionari compilati e pervenuti alla WFE hanno posto in evidenza da un lato, l'accresciuto ruolo delle stesse in termini di partecipazione alle attività di implementazione e monitoraggio delle informazioni rese disponibili al pubblico, dall'altro l'intensificazione delle riforme del sistema di *disclosure*. In merito al primo aspetto menzionato, l'accresciuto ruolo delle Borse valori prevede nella maggior parte dei casi esaminati l'intervento diretto di queste nei casi di violazione degli obblighi normativi, tramite l'attuazione di svariate misure nei confronti degli emittenti, quali per esempio pubblici richiami, lettere di preavviso, sospensione o revoca della quotazione. Con riferimento ai sistemi di *disclosure*, invece, è stato rilevato come tre terzi dei rispondenti abbiano testimoniato un cambiamento negli stessi nel corso degli anni 2001 e 2002, non tanto per quanto attiene le funzioni di controllo svolte dagli organismi di emanazione pubblica, quanto piuttosto relativamente all'equa diffusione dei dati sul mercato ed all'impiego di strumenti telematici per la trasmissione di notizie, in modo tale da garantirne la divulgazione in tempo reale. Da ultimo, la regolamentazione delle informazioni attinenti i fatti gestionali rilevanti si connota per la prevalenza di disposizioni dettagliate in merito a tali comunicazioni, da effettuarsi con contemporaneità e coincidenza di contenuti sui differenti mercati azionari. Le eventuali dilazioni temporali o esenzioni, previste nell'84% dei casi,

sono in media garantite dai pubblici poteri.

Considerando gli elementi di indagine più direttamente inerenti la comunicazione economico-finanziaria, il questionario inviato ai soggetti del campione suddivide l'informativa presente nei prospetti di quotazione e nel fascicolo di bilancio in dieci categorie, a loro volta comprensive di sottoclassi, in numero variabile da 4 a 39, coerenti con i principi elaborati dallo IOSCO¹⁸².

- identità di amministratori, *senior management* e consulenti, e definizione delle responsabilità;
- statistiche dell'offerta e della tempistica previste;
- informazioni chiave di natura finanziaria e relative ai fattori di rischio;
- informazioni operative sulla società;
- descrizione e prospetti relativi ad aspetti finanziari e operativi;
- amministratori e dipendenti (compensi, possessi azionari etc.);
- azionisti di maggioranza e operazioni con parti correlate;
- informazioni finanziarie;
- dettagli dell'offerta relativa la collocazione di nuove azioni sul mercato;
- ulteriori informazioni, riferibili ad argomenti quali, a titolo di esempio, eventi e circostanze rilevanti, poste tributarie, dividendi.

Attraverso l'attribuzione di un punto ad ognuno dei dati così individuati, è stata elaborata una graduatoria espressiva del livello di trasparenza implementato nei differenti mercati azionari oggetto di analisi. Questa, mediante la qualificazione dei diversi ambiti informativi su indicati tramite uno *scoring* da zero a uno, permette una corretta individuazione degli elementi comunicati con più frequenza e di quelli mediamente meno resi noti, come si evince dalla tabella alla pagina seguente.

Le risultanze empiriche emerse dallo studio della WFE hanno condotto ad interessanti osservazioni circa il grado di *disclosure* realizzato nelle Borse valori del campione. In estrema sintesi, dal confronto con i principi elaborati dallo IOSCO emerge come mediamente solo l'80% degli stessi sia oggetto di implementazione, suggerendo due possibili spiegazioni di tale fenomeno. Ciò può infatti dipendere sia dalla marginalità della completa

¹⁸² Lo IOSCO (*International Organization of Securities Commission*) ha elaborato un set di principi relativi all'informativa societaria periodica e alle comunicazioni inerenti i fatti gestionali di rilievo, esposti nel documento IOSCO (2002).

adesione ad essi in vista della protezione delle minoranze, sia dal costo legato alla produzione delle informazioni in oggetto, che si rivela eccessivo se posto a confronto con i correlati benefici.

	Offering/Listing	Annual Reports
1) Identità e profili degli Amministratori	0,91	0,63
2) Statistiche su offerte di titoli	0,85	n/a
3) Informazioni strategiche	0,83	0,84
4) Profilo societario	0,86	0,66
5) Relazioni e prospetti	0,83	0,77
6) Amministratori e dipendenti	0,54	0,43
7) Principali azionisti	0,69	0,54
8) Informazioni finanziarie	0,82	0,82
9) offerte di titoli	0,73	n/a
10) Informazioni supplementari	0,71	0,33
Punteggio	0,78	0,63

Tabella 3.1 Sintesi dei punteggi complessivi delle Borse intervistate, a fronte delle raccomandazioni IOSCO, risultanti dall'indagine WFE ed espressi come percentuale di principi implementati. Fonte Frost (2003: 18)

I dati in discussione, coerenti con quanto rilevato nello studio considerato in precedenza, rientrano nell'area inerente le informazioni su amministratori e presidente del consiglio di amministrazione, nonché quelle sugli azionisti di maggiore rilievo e delle transazioni con parti correlate. Interessante appare, inoltre, la circostanza per cui mentre nei mercati emergenti sono previsti obblighi di comunicazione più stringenti rispetto a quelli richiesti nei Paesi ad economia avanzata per la redazione dell'*annual report*, le Borse valori di maggiori dimensioni ne richiedono all'opposto un superiore ammontare per i prospetti di quotazione. Da sottolineare, inoltre, è il fatto che al pari della ricerca effettuata da Standard & Poor's anche questa indagine rileva da un lato, un livello sostanzialmente soddisfacente e analogo per quanto rileva i dati economico-finanziari *stricto sensu*, dall'altro un grado inferiore di trasparenza in materia di *corporate governance*, meno marcato però nei prospetti di quotazione rispetto al fascicolo di bilancio (il punteggio attribuito ai due documenti è di 0,58 contro 0,91, in una scala da zero a uno).

I due studi esaminati, indirizzati a focalizzare il grado di dettaglio

dell'informativa societaria e degli standard di trasparenza in ambito internazionale, hanno evidenziato tratti di debolezza e spazi di miglioramento comuni ai contesti caratterizzati da affinità politiche, legali e culturali e al contempo aspetti diffusamente critici, in misura trasversale ai singoli. Ciò appare di immediata evidenza considerando alcuni dei risultati suesposti. Se da un lato l'informativa resa disponibile dai Paesi di matrice anglosassone, caratterizzati altresì da mercati dei capitali più ampi ed efficienti, si attesta su livelli quantitativi superiori¹⁸³, dall'altro l'Europa continentale si distingue per l'attenzione rivolta agli aspetti di *governance* e socio-ambientali. Parimenti, le notizie attinenti le transazioni con parti correlate, così come le retribuzioni degli amministratori, continuano a porsi quali aspetti altamente problematici nella definizione di politiche di *disclosure* condivise su base sia locale, sia globale. In tale ambito assume infatti importanza la combinazione dei costi e dei benefici intrinseci all'attività informativa e la definizione di adeguati strumenti di incentivo per coloro che di fatto ne definiscono le linee fondamentali. Frost sottolinea come sia in atto una tendenza all'ampliamento dei temi interessati dalla comunicazione volontaria, quale segnale di un effettiva comprensione da parte delle imprese dell'importanza di tale aspetto. Ciò in pari tempo non sembra però esaurire i possibili interventi attuabili attraverso l'attività normativa, da implementarsi nella consapevolezza della complementarità esistente tra comunicazione economico-finanziaria e meccanismi di governo societario¹⁸⁴.

Le ricerche fin'ora esposte, come detto, forniscono una visione di sintesi dell'offerta di comunicazione economico-finanziaria nel panorama internazionale. Pare interessante, a questo punto, fornire una descrizione dell'indagine condotta in materia da Allegrini¹⁸⁵ con esclusivo riguardo alla situazione italiana¹⁸⁶. Lo studio è attuato mediante l'esame delle politiche informative di 30 società quotate alla Borsa valori e appartenenti

¹⁸⁴ "I provvedimenti orientati alla disciplina della comunicazione non indurranno i manager disonesti alla correttezza, e si dimostrano efficaci solo se revisori, organi societari, Borse valori e organismi di regolamentazione svolgono i ruoli e assumo le responsabilità nella misura che da loro ci si attende. Molte dei recenti cambiamenti attuati nei sistemi di disclosure sono infatti volti ad accrescere i meccanismi di *governance* delle società quotate, e a identificare e sanzionare le violazioni della trasparenza". NIRI (2001).

¹⁸⁵ Cfr. ALLEGRI (2003: 279 e ss.).

¹⁸⁶ Per ulteriori approfondimenti empirici in merito all'offerta informativa, obbligatoria e volontaria, delle società quotate italiane si vedano CATTANEO (2000); GIUSEPPONI (a cura di) (2003).

al segmento Mib 30¹⁸⁷, attraverso la consultazione siti web, *annual report*, modello 20-F, piano strategico, relazione annuale sulla *governance*, bilancio sociale e rapporto sul capitale intellettuale. Per ragioni di coerenza con quanto visto nella prima parte del paragrafo, si ritiene opportuno descrivere brevemente i risultati conseguiti tramite l'analisi dei differenti documenti per soffermarsi con maggiore attenzione sulla parte del lavoro relativa al fascicolo di bilancio, quale documento considerato anche da Standard & Poor's e dal WFE.

Per quanto attiene la lettera agli azionisti, essa risulta inserita all'interno dell'*annual report* del 50% delle aziende costituenti il campione e per la generalità dei casi si connota per l'estrema sintesi nell'esposizione del contesto ambientale e dei principali dati economico-finanziari. Il modello 20-F, richiesto obbligatoriamente per le aziende quotate sul mercato statunitense, richiede informazioni di natura non contabile il cui contenuto, fissato dalla normativa americana, si distingue per tale ragione da quello divulgato nei documenti di bilancio, caratterizzandosi per un'analitica descrizione di fattori di rischio, strutture proprietarie e *segment reporting*.

Metà delle imprese del campione pubblica un *business plan* e nella quasi totalità dei casi presenta una base triennale, con l'eccezione di un solo piano strategico riferito ad un unico esercizio. L'analisi sembrerebbe inoltre evidenziare una certa omogeneità di fondo per quanto attiene i contenuti, in modo analogo alla relazione annuale sulla *governance*, riscontrata per 29 delle 30 aziende e per lo più conforme alle disposizioni contenute nel Codice di Autodisciplina.

Del tutto differente risulta la situazione relativa ai *report* socio-ambientali, elaborati da una minoranza delle società del Mib 30 e difficilmente riconducibili ad uno standard unico, in ragione della varietà di contenuti espressi e delle modalità di redazione degli stessi. Non è stato, inoltre, reperito alcun rapporto sul capitale intellettuale.

Si è già accennato alla rilevanza progressivamente assunta da Internet come strumento di diffusione di dati e notizie caratterizzato da notevole flessibilità in termini di modalità e riduzione dei tempi di accesso agli stessi. Ciò ha indotto l'Autore¹⁸⁸ a verificare la concreta portata in termini

¹⁸⁷ Ciò in base all'ipotizzata relazione tra grado di capitalizzazione e intensità della richiesta di informativa da parte di investitori nazionali ed internazionali. Cfr. ALLEGRI (2003: 279).

¹⁸⁸ Il tema relativo alla diffusione dei siti *web* delle società e del crescente impiego degli stessi in relazione alla comunicazione economico-finanziaria è largamente approfondito, e presenta

di informazioni rese disponibili sulle pagine *web* delle imprese appartenenti al campione. In particolare, la sezione *Investor Relations* costituisce lo spazio espressamente dedicato agli interlocutori sociali, all'interno del quale sono pubblicati i contenuti di maggiore rilievo in termini di soddisfazione delle istanze conoscitive. A tale riguardo, la ricerca è stata indirizzata all'individuazione di cinque categorie di dati, inerenti profilo generale dell'impresa, assetto istituzionale, eventi societari e finanziari, dinamica economico-finanziaria e aspetti socio ambientali.

In merito al primo ambito, è stata rilevata la frequente presenza di una sezione dedicata, nella quale è inserita una descrizione della struttura della società, in particolar modo del gruppo aziendale, e la descrizione delle cariche sociali. Unitamente a tali informazioni, sono variamente forniti nello spazio in discussione materiali quali, a titolo di esempio, estratti o versioni integrali dei patti parasociali, la relazione annuale sulla *governance*, il regolamento di *internal dealing*. Per quanto attiene il profilo generale dell'impresa, l'indagine ha evidenziato come all'interno della *company presentation* siano illustrati contenuti inerenti la storia della società, il contesto ed i settori di attività, la *mission*, e tutto ciò che concerne gli aspetti gestionali di carattere generale dell'impresa. Ampia trattazione ricevono inoltre gli elementi relativi alle informazioni economico-finanziarie, per le quali sono presenti, tra gli altri, file che riportano in formato elettronico i documenti cartacei, così come l'esposizione degli eventi societari e finanziari. Con speciale riguardo a questi ultimi Allegrini sottolinea come Internet si contraddistingua quale strumento *ad hoc* in relazione all'intrinseca possibilità di "*superare le barriere temporali e spaziali e... consentire la diffusione in tempo reale delle informazioni sugli accadimenti aziendali a tutti i soggetti interessati*"¹⁸⁹. Scarsa risulta, di contro, l'informativa di carattere socio-ambientale, nonostante la recente attenzione ad essa rivolta da parte del pubblico degli *stakeholder*.

Per quanto concerne le informazioni individuate all'interno del fascicolo di bilancio, l'analisi prende in considerazione 15 categorie di dati,

rilevante interesse. La presente trattazione, essendo focalizzata in particolare sul rapporto tra tipologia di dati richiesti dai portatori di interessi e dati effettivamente resi disponibili dalle imprese, prescinde almeno in parte l'aspetto di strumenti e canali comunicativi a tal fine impiegati. Nondimeno, si segnalano numerosi studi rivolti all'approfondimento di tale materia. Si vedano DEBRECENY, GRAY, RAHMAN (2002); SPANOS (2006); GRZYBKOWSKI, WÓJCIK (2006); AVALLONE, QUAGLI (2001); QUAGLI, TEODORI (a cura di) (2005); QUAGLI (2001a).

¹⁸⁹ ALLEGRI (2003: 284).

alcune delle quali suddivise a loro volta in ulteriori voci di dettaglio. A queste ultime é poi attribuito un punteggio pari a zero, in caso di assenza dell'informazione, e 1 in caso di sussistenza, al fine di elaborare un indicatore del livello di *disclosure* contenuto negli *annual report* del campione esaminato. La metodologia di rilevazione prevede, inoltre, l'assegnazione di scale di punteggio volte a definire grado di evidenza, di approfondimento e peso¹⁹⁰ delle classi informative riguardate, secondo quanto mostrato nella tabella di cui la figura seguente fornisce una rielaborazione grafica. Dall'indagine emerge come i dati di natura economico-finanziaria occupino una posizione centrale all'interno del documento in oggetto coerentemente a quanto riscontrato a livello internazionale, anche in relazione alla rilevanza rivestita da questa categoria di informazioni per gli investitori attuali e potenziali, nonché per l'origine evolutiva del bilancio stesso, inizialmente costituito in prevalenza dai prospetti contabili.

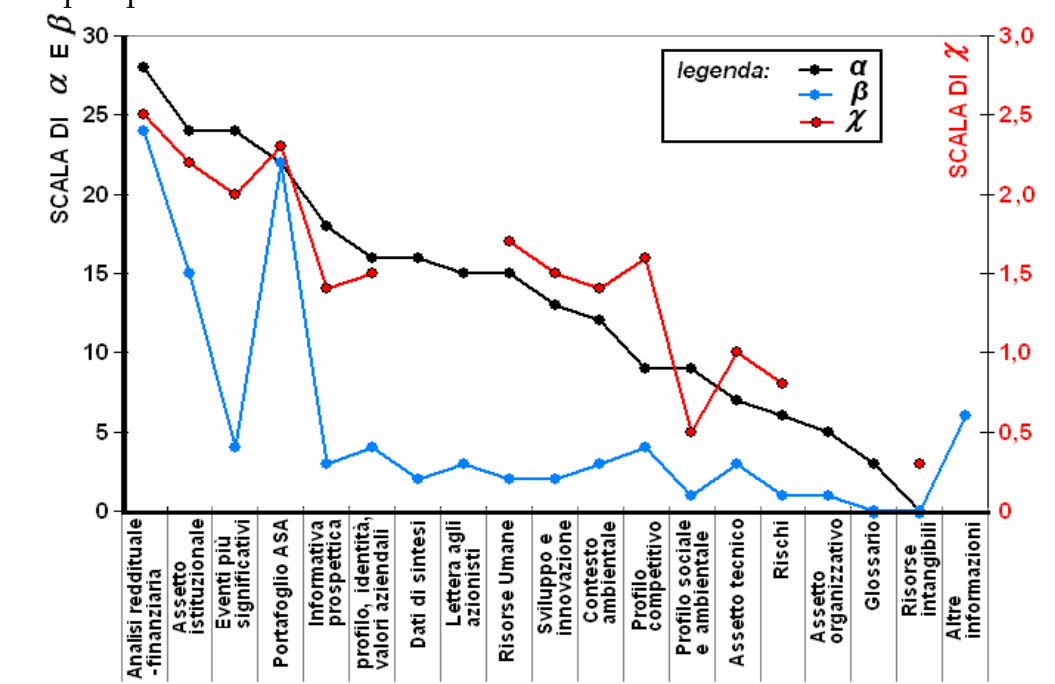


Figura 3.8 Indicatori relativi a presenza e grado di approfondimento delle diverse tipologie di informazioni all'interno del fascicolo di bilancio. Fonte Allegrini (2003: 289)¹⁹¹

¹⁹⁰ Il peso attribuito ad una certa categoria informativa è definito in termini di numero di pagine ad essa dedicate.

¹⁹¹ Cfr. Allegato 6

I contenuti relativi a tale ambito sono individuabili in diverse sezioni dell'*annual report* e sono riportati secondo schemi di presentazione omogenei. L'Autore segnala la significativa presenza, in due casi, di notizie relative al processo di creazione del valore.

Due aree trattate in misura estesa sono date dal tema inerente l'assetto istituzionale e da quello concernente le aree strategiche di affari. In rapporto alla prima, questa si connota per la prevalente trattazione dettagliata, soprattutto per quanto attiene la descrizione dei meccanismi di governo societario e dei membri degli organi di controllo interno e del consiglio di amministrazione, per i quali sono riportate le cariche, la distinzione in esecutivi, non esecutivi e indipendenti, e l'eventuale attribuzione di piani di *stock option*. Al pari di quanto osservato nelle ricerche descritte in precedenza, hanno scarsa trasparenza i dati relativi agli azionisti di controllo e maggioritari.

Uno spazio minore è dedicato all'esposizione degli eventi significativi del periodo e dei fatti di rilievo successivi alla chiusura dell'esercizio che, come evidenziato da Allegrini, rappresentano informazioni richieste dal Legislatore. Oggetto di previsione normativa sono anche i dati prospettici relativi all'evoluzione prevedibile della gestione, ai quali però, nei bilanci di 18 imprese del campione, è dedicata una sezione apposita.

In merito ai restanti ambiti informativi, lo studio considerato pone in luce una certa attenzione rivolta da un lato alla comunicazione di identità e valori aziendali, definiti sinteticamente nell'introduzione al fascicolo di bilancio da poco più dei soggetti esaminati, e all'illustrazione del contesto ambientale rilevata in 12 società. Le descrizioni di aspetti pur rilevanti, quali i profili di rischio e competitivi, le politiche di ricerca e sviluppo, l'assetto tecnico e organizzativo e le risorse immateriali sono sviluppate in misura ridotta e, laddove presenti, raramente è dedicata loro un'apposita sezione, potendosi piuttosto rinvenirne cenni nelle diverse sezioni dell'*annual report*.

Quanto osservato risulta, almeno parzialmente, in linea con i risultati elaborati dalle ricerche di Standard & Poor's e del WFE, in merito alla sostanziale centralità della comunicazione economico-finanziaria e al tendenziale allargamento delle categorie informative diffuse al pubblico dei fruitori, in seguito a previsioni normative o su base volontaria. Emerge una coerenza, inoltre, con il riscontro dell'esiguità dei dati inerenti gli assetti istituzionali per quanto attiene l'identificazione dei *blockholder* e la definizione dei profili di rischio. L'insieme delle notizie in grado di soddisfare le attese conoscitive degli *stakeholder* va progressivamente connotandosi per un'estensione tale da non poter essere

soddisfatta mediante il ricorso ad un unico documento. In tale prospettiva Allegrini interpreta la crescente attitudine alla pubblicazione di relazioni e rapporti specifici, quali “*strumenti adattati alle esigenze [dei risparmiatori privati] che siano essenziali nei contenuti e comprensibili nella forma anche dai «non addetti ai lavori».*”¹⁹². In questa prospettiva si colloca il ruolo di Internet, quale strumento in grado di rendere maggiormente accessibili le notizie ai soggetti esterni ad esse interessati, grazie alla riduzione dei tempi e degli ostacoli materiali al processo di fruizione.

Il ruolo centrale occupato dal fascicolo di bilancio viene dunque ad essere completato da ulteriori documenti e forme comunicative, per quanto riguarda le molteplici e specifiche esigenze conoscitive espresse dagli attori del mercato. La comunicazione economico-finanziaria, considerata nella sua accezione più ampia, si connota come meccanismo potenzialmente atto a garantire una forma di tutela dei soggetti portatori di interessi, pur con le limitazioni e le cautele poste in luce dalle differenti trattazioni esaminate. Ciò induce riflessioni circa la necessità di individuare i mezzi più confacenti alle differenti categorie di destinatari e di definire idonei meccanismi volti all’effettività delle previsioni legislative vigenti, così da consentire alle pratiche di *disclosure*, intese anche nella loro strumentalità allo svolgimento del governo societario, di contribuire appieno al perseguimento dell’efficienza aziendale.

Le osservazioni sopra precisate sono rafforzate da numerosi studi empirici rivolti all’individuazione di correlazioni positive tra i livelli di trasparenza informativa¹⁹³ e diverse classi di variabili ritenute significative ai fini del riscontro dell’interdipendenza tra questi e il grado di sviluppo e rafforzamento della gestione aziendale. Lo scopo degli studi menzionati, di cui si fornirà una breve descrizione nel prosieguo, risiede nel chiarimento del ruolo svolto dalla comunicazione economico-finanziaria all’interno dei mercati in vista della creazione e distribuzione del valore, così da porre in luce le ragioni sottese alle scelte societarie e legislative orientate al perseguimento di superiori livelli di comunicazione economico-finanziaria.

Un primo insieme di indagini è costituito dalle analisi rivolte

¹⁹² Cfr. ALLEGRINI (2003: 311).

¹⁹³ Per quanto attiene tale categoria di ricerche empiriche, appare interessante il filone di studi dedicato all’analisi degli effetti indotti dal sistema contabile adottato differenti Paesi sia sui livelli di trasparenza sia, attraverso questi ultimi, sull’efficienza di imprese e mercato finanziario. Si vedano FRANCIS, LAFOND, OLSSON SCHIPPER (2004); BLECK, LIU (2007); AZZALI (a cura di), (2007); ALI, HWANG (2000); GORDON ROBERTS, WEETMAN (2005).

all'identificazione di un'interdipendenza tra livello di *disclosure*, da un lato, e costo del capitale dall'altro. In particolare, a tale proposito possono essere distinti due differenti lavori che, pur valendosi di difformi procedimenti empirici, stabiliscono l'effettività delle correlazioni tra costo del capitale e informativa obbligatoria l'uno, volontaria¹⁹⁴ l'altro.

In merito al primo¹⁹⁵, gli Hail e Leuz hanno esaminato le imprese di 40 Paesi, al fine di stimare il costo del capitale sui relativi mercati, identificando una differenza sostanziale dello stesso nei singoli Stati. Dalla successiva correlazione di tale dato con variabili indicative sia del livello di trasparenza informativa indotto dalla regolamentazione locale, sia della qualità complessiva del sistema giuridico, è emersa evidenza della significativa interdipendenza tra i fattori osservati.

Analogamente Francis, Khurana e Pereira¹⁹⁶ hanno indagato la sussistenza di una simile connessione con riguardo, però, all'ampiezza della comunicazione volontaria. L'obiettivo dello studio in discussione consiste nel riscontro della strumentalità di quest'ultima alla soddisfazione del fabbisogno finanziario delle società in primo luogo e alla riduzione dei costi connessi al ricorso al capitale di prestito secondariamente. Le conclusioni cui gli Autori pervengono, esaminando un campione di imprese di 34 Paesi, risultano in linea con quanto rinvenuto nella ricerca di Hail e Leuz, confermando dunque una correlazione tra comunicazione economico-finanziaria, riduzione dei costi di agenzia e riduzione del costo del capitale.

In relazione agli studi inerenti gli effetti della trasparenza informativa sul funzionamento di mercati azionari e imprese, pare opportuno citare anche l'analisi svolta da Frost, Gordon e Hayes¹⁹⁷ sui dati forniti dalla WEF¹⁹⁸ in merito a 50 Borse valori e finalizzata alla verifica empirica di una correlazione tra provvedimenti introdotti al fine di regolamentare la comunicazione economico-finanziaria delle società quotate e la liquidità dei mercati finanziari per i quali tali previsioni hanno vigore. Muovendo

¹⁹⁴ In merito alla comunicazione economico-finanziaria volontaria, ed agli effetti della stessa in merito all'efficienza di mercati finanziari e imprese, di vedano MARSHALL, WEETMAN (2007); MILLER (2002); GU, LI (2007); BAGNOLI, WATTS (2007).

¹⁹⁵ HAIL, LEUZ (2006). In merito all'impatto della regolamentazione in materia informativa sull'efficienza dei mercati, non solo finanziari ma anche dei prodotti, si veda SCHÖN (2006).

¹⁹⁶ FRANCIS, KHURANA, PEREIRA (2005).

¹⁹⁷ Cfr. FROST, GORDON, HAYES (2002).

¹⁹⁸ Tali dati sono relativi ad una ricerca commissionata dalla WFE (prima FIBV) nel 1998, analoga a quella osservata nel presente paragrafo, che ne rappresenta un aggiornamento.

dalla constatazione che i fenomeni di selezione avversa connessi all'asimmetria informativa si concretizzano in una minore liquidità delle quote azionarie, l'ipotesi sottostante l'indagine è individuata nella possibilità di incrementare la liquidità medesima tramite una riduzione del gap informativo tra *insider* e *outsider*. I risultati della ricerca hanno effettivamente confermato l'esistenza di tale relazione, permettendo di meglio comprendere i meccanismi attraverso cui la promozione di pratiche di *disclosure* tempestive e credibili "arrecano benefici ai mercati in molteplici modi"¹⁹⁹.

Pur non costituendo che brevissimi e del tutto inesaustivi cenni su di un filone di ricerca in realtà piuttosto ampio e articolato, gli studi presentati in quest'ultima parte della trattazione conseguono l'obiettivo di rendere maggiormente evidente il ruolo concreto della trasparenza informativa nella direzione di una riduzione dei costi di agenzia a vantaggio non solo delle minoranze, ma anche delle stesse aziende e del sistema economico in generale. Quanto esposto nella descrizione delle teorie elaborate in merito alla comunicazione economico-finanziaria sembra dunque trovare conforto nell'evidenza empirica. Ciò costituisce un aspetto di importanza non trascurabile quando si proceda a definire le politiche informative di impresa, così come nell'indagine relativa all'opportunità di interventi normativi in materia di *disclosure*. Pur considerando i limiti all'efficacia degli stessi in termini di rapporto tra i connessi costi e benefici per gli operatori economici, risulta chiaramente anche dalla recente intensificazione della comunicazione discrezionale che la trasmissione di dati e notizie significative, tempestive e affidabili contribuisca a determinare e consolidare l'efficienza di mercati e società quotate.

3.3. LE RICERCHE EMPIRICHE RELATIVE ALLA DOMANDA DI COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA

Gli studi empirici riguardanti la domanda di informazioni hanno un'origine relativamente recente. Le prime riflessioni intorno alla materia si caratterizzavano infatti per un'elaborazione teorica delle esigenze informative del pubblico esterno alle aziende, con una pressoché

¹⁹⁹ FROST, GORDON, HAYES (2002: 29).

inesistente attenzione circa la raccolta di statistiche inerenti le effettive attese degli attori del mercato²⁰⁰. Negli ultimi decenni, tuttavia, è andata sviluppandosi la tendenza ad elaborare analisi relative al riscontro delle istanze comunicative delle diverse categorie di *stakeholder*. Tale indirizzo è legato al valore progressivamente attribuito alla trasparenza informativa che, come ripetuto più volte, costituisce un valido strumento di tutela dei portatori di interesse. Ciò ha contribuito a indirizzare le indagini alla verifica dei dati impiegati nella formulazione delle scelte operative da parte degli operatori economici, al fine di meglio finalizzare l'attività comunicativa delle imprese, da un lato, quella di regolamentazione e formulazione di principi di *best practice* espletate da organismi pubblici associazioni di categoria. Il dibattito sviluppatosi sulla valenza dell'attività informativa quale elemento funzionale al sistema di *governance* ha infatti dato luogo al sorgere di molteplici questioni inerenti la legittimazione dell'attività normativa in quest'ambito e la conseguente necessità di una focalizzazione sugli interventi realmente efficaci per il complesso dei destinatari. Le premesse accennate hanno dunque condotto allo sviluppo di studi, tesi in maniera espressa a individuare la rilevanza percepita dal pubblico delle notizie divulgate dalle società, nel tentativo di soddisfare un'esigenza conoscitiva avvertita in modo diffuso.

Le indagini²⁰¹ che hanno fatto seguito a quanto detto, presentano tuttavia alcuni limiti per quanto ne attiene l'ampiezza in termini di soggetti considerati. La maggior parte di esse, pur fornendo dati di grande rilievo in merito alla domanda di comunicazione espressa dal mercato, è stata incentrata sull'analisi di particolari categorie di destinatari, cioè analisti finanziari e investitori istituzionali, fornendo minori informazioni sui cosiddetti investitori non professionali. Ciò è dovuto principalmente alle importanti difficoltà di una simile rilevazione, in quanto questi si qualificano come un insieme eterogeneo e disperso, difficilmente raggiungibile ai fini di esami empirici. La conseguenza della circostanza sollevata scaturisce dal differente grado di professionalità e conoscenze tecniche possedute da analisti finanziari e investitori istituzionali da un lato, e dagli investitori non professionali medesimi dall'altro. Resta da considerare, di contro, il fatto che questi ultimi ricorrono frequentemente

²⁰⁰ Cfr. QUAGLI (2002).

²⁰¹ Gli studi documentati in materia sono numerosi. Nella presenta trattazione si è scelto di descrivere quelli più recenti, tuttavia, per ulteriori approfondimenti sono forniti ampi riferimenti bibliografici in ALLEGRINI (2003: 260 e ss.), QUAGLI (2002: 661 e ss.).

ai primi per effettuare le proprie decisioni di investimento, cosa che tende ad attenuare gli aspetti limitativi evidenziati²⁰².

A tale riguardo riveste un certo interesse lo studio condotto da Bartlett e Chandler²⁰³ che, pur essendo estremamente circoscritto, nondimeno è indirizzato all'identificazione delle istanze informative degli azionisti privati. In tal senso, esso si pone quale ideale aggiornamento di un'analoga indagine pubblicata nel 1978 da Lee e Tweedie²⁰⁴ e inerente il riscontro dell'apporto conoscitivo connesso alla lettura del bilancio da parte di tali soggetti. Ai fini dell'indagine, gli Autori hanno contattato tramite questionario anonimo 300 azionisti di minoranza²⁰⁵ e non professionali di una società quotata sul mercato inglese scelta tra le Top 100 indicate quotidiano *The Times*, tra tutti gli emittenti che avevano di recente comunicato l'aggiornamento del libro soci. Il tasso di risposta è stato pari al 25,3%, dimostrandosi del tutto analogo a quello riportato da Lee e Tweedie, laddove appare invece aumentata la componente femminile tra i soggetti del campione, allo stesso modo dell'esperienza media dei fruitori in tema di contabilità. L'84% degli intervistati ha inoltre affermato di assumere le decisioni di investimento in prima persona, contro il 67% emerso dalla ricerca del 1978. La figura 2.9 seguente sintetizza graficamente quanto rilevato dagli Autori.

Con riguardo alla fruizione dei dati contenuti nell'*annual report*, è stata riscontrata una riduzione dell'importanza attribuita dagli interlocutori sociali ai prospetti contabili, così come al rendiconto finanziario e al prospetto inerente utili e perdite realizzati. Allo stesso modo, scarsa attenzione è riservata alla sezione dedicata alla *corporate governance*, la cui lettura è effettuata da meno della metà del campione osservato. Oggetto di maggiore interesse è invece la sezione dedicata all'informativa per gli *shareholder*, contenente notizie sull'andamento dei prezzi delle azioni, sui dividendi e sulla quotazione in mercati esteri, nonché sui dettagli dell'assemblea dei soci. In tale prospettiva è emerso come in media i soggetti intervistati preferiscano la consultazione di dati finanziari di sintesi e gli spazi rivolti ad una comunicazione descrittiva dell'andamento gestionale, in ordine al conseguimento di informazioni di atte a fornire una visione complessiva della società e dei suoi risultati attraverso un linguaggio

²⁰² Come già sottolineato per le ricerche relative al lato dell'offerta informativa, anche in merito agli studi attinenti la domanda di comunicazione economico-finanziaria è necessario precisare che pur essendo questi ampiamente noti e documentati, l'accessibilità agli stessi non è pienamente agevole.

²⁰³ BARTLETT, CHANDLER (1997).

²⁰⁴ LEE, TWEEDIE (1978).

²⁰⁵ Gli Autori precisano che il possesso medio di azioni dei 300 soggetti del campione era pari a 1.480 azioni, laddove l'87,2% dei soci dell'emittente possedeva il 4,8%.

meno tecnico e specialistico. L'evidenza empirica pone in luce, a tale proposito, come l'eventuale esperienza degli azionisti in materia contabile incida in modo esclusivo sulla consultazione dei prospetti finanziari esposti nel bilancio, ma non sulle restanti sezioni del medesimo.

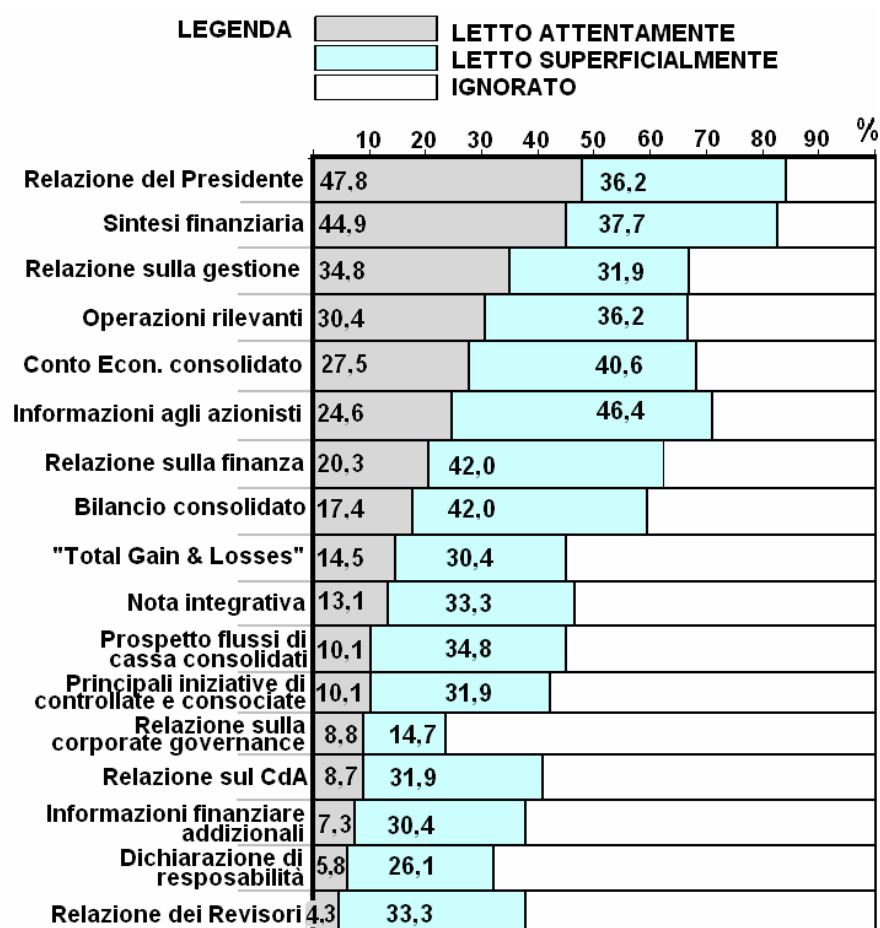


Figura 3.9 Sezioni del bilancio e grado di attenzione ad esse dedicato dagli investitori individuali. Fonte BARTLETT, CHANDLER (1997: 253)²⁰⁶.

Altra caratteristica individuale in grado di incidere sulle modalità di lettura del documento in questione è l'ampiezza del portafoglio dei singoli soggetti, in quanto il possesso di quote maggiori si correla ad una lettura nel complesso più estesa e dettagliata.

A completamento degli elementi rilevati, gli Autori hanno incluso nel

²⁰⁶ Cfr. Allegato 8.

questionario domande inerenti eventuali altri strumenti comunicativi ritenuti utili dagli intervistati. In particolare, è stata riscontrata una notevole attenzione ai comunicati stampa e per l'informativa periodica infrannuale, nonché un minore ma comunque sostanziale interesse per i *report* degli analisti finanziari. Mezzi di divulgazione diversi, quali Teletext o i software dedicati non sono risultati oggetto di frequente utilizzo.

L'insieme delle considerazioni indotte dallo studio descritto, porta a concludere che la fruizione dell'*annual report* da parte dei piccoli azionisti si presenta di scarsa profondità, evidenziando una netta preferenza per le notizie caratterizzate da superiori livelli di sintesi e minore tecnicismo, al fine di rendere il processo di trasmissione e comprensione delle informazioni più chiaro e immediato, forse in ragione del carattere in certa misura passivo proprio delle minoranze o, piuttosto, per la scarsa rilevanza percepita ai fini delle scelte di investimento. In dettaglio, Bartlett e Chandler ipotizzano che il debole interesse manifestato da parte di tali soggetti nei confronti delle sezioni del bilancio di origine più recente, ad esempio quelle inerenti gli assetti di governo societario, possa essere dovuto proprio alla necessità "*di prendere familiarità con i nuovi prospetti*"²⁰⁷.

L'aspetto di estrema rilevanza è sicuramente dato, in conclusione, dalle risposte pervenute in rapporto alla domanda sulle eventuali notizie aggiuntive che gli intervistati vorrebbero trovare all'interno del fascicolo di bilancio. Nonostante la sensibile eterogeneità delle indicazioni fornite e la conseguente difficoltà di fornirne una generalizzazione, è stata riscontrata una certa frequenza nel richiedere la *disclosure* delle remunerazioni degli amministratori, mentre il 57% ha espresso l'esigenza di una riduzione delle informazioni rese disponibili. Ciò sembra porre in evidenza nuovamente la preferenza per una comunicazione significativa ma al contempo stringata, tale da essere idonea ad accesso e comprensione immediati alle variabili rilevanti in ordine alle specifiche finalità della categoria di investitori analizzata. Il risultato esposto parrebbe mostrare un punto di contatto, in questo senso, con i ritrovamenti delle ricerche inerenti l'offerta di comunicazione economico-finanziaria, in merito alla necessità di differenziare gli strumenti ed i mezzi informativi in rapporto ai soggetti cui questi sono destinati.

La predilezione per i dati di sintesi e in special modo per i comunicati

²⁰⁷ BARTLETT, CHANDLER (1997: 259).

stampa, è confermata dallo studio elaborato da Nofsinger²⁰⁸, volto a verificare l'esistenza di una correlazione tra le notizie relative alle società pubblicate sul *Wall Street Journal*, quelle relative allo scenario macroeconomico e le operazioni di acquisto e vendita di azioni da parte degli azionisti individuali. La ricerca è stata effettuata considerando le transazioni realizzate da un campione di imprese in un periodo pari a tre mesi e ricercando eventuali notizie finanziarie pubblicate sul *Wall Street Journal* nello stesso periodo, sia in merito alle medesime società, sia di ordine macroeconomico. Ciò ha consentito di indagare un'eventuale corrispondenza tra le due classi di fenomeni in modo tale da comprendere l'effetto che gli articoli apparsi sul quotidiano esercitano sugli attori del mercato, in termini di investitori istituzionali e non professionali. A tale proposito è necessario distinguere tra le due tipologie di notizie, in quanto la reazione dei soggetti analizzati si differenzia nei due casi.

Per quanto attiene le informazioni inerenti le singole imprese, i piccoli azionisti sembrano rispondere alle stesse con operazioni sia di acquisto sia di vendita delle quote nel caso in cui i dati resi pubblici siano favorevoli, restando inattivi in caso siano negativi. Di contro, gli investitori istituzionali tendono a reagire in entrambe le situazioni.

Differente è l'influenza esercitata dalle informazioni di carattere macroeconomico, in quanto esse inducono ad effettuare transazioni entrambe le classi di operatori, portando ad acquistare successivamente alla divulgazione di eventi e contenuti positivi e a vendere in seguito a notizie negative. Ciò che risulta peculiare in questa circostanza risiede nella differente rapidità di reazione riscontrata tra soci di imprese di grandi e di piccole dimensioni. Gli azionisti di queste ultime, infatti, tendono ad intraprendere azioni di risposta alle informazioni sfavorevoli con un certo ritardo.

Secondo le conclusioni dell'analisi in esame, dunque, il ruolo svolto dai *media* ed in speciale misura dai quotidiani si rivela significativo nell'incidere sulle motivazioni e sugli elementi fondanti i processi decisionali degli investitori attuali e potenziali, sia professionali che individuali. Tale conclusione appare di estremo interesse in rapporto all'identificazione dei canali e degli strumenti comunicativi utilizzati dalle minoranze e quale spunto per considerazioni critiche circa la posizione occupata da tale categoria informativa nell'ambito delle scelte di

²⁰⁸ NOFSINGER (2001).

investimento dei singoli.

A questo proposito²⁰⁹ pare opportuno menzionare brevemente un'indagine volta alla definizione di ulteriori fattori in grado di indirizzare l'attività decisionale degli investitori individuali. Questa, infatti, identifica una diversa categoria di variabili atte a motivare gli stessi in direzione di operazioni di acquisto o di vendita dei titoli azionari. Lo studio in oggetto, muove dalla formulazione di un "*epidemic model*", in base al quale la diffusione dell'interesse degli operatori del mercato nei confronti di una determinata società quotata sarebbe legato a fenomeni analoghi a quelli di contagio in caso di epidemie. La divulgazione di notizie attraverso la comunicazione interpersonale e diretta delle stesse tra i piccoli investitori attuali e potenziali sarebbe in grado, secondo tale modello esplicativo, di condizionarne i comportamenti. L'analisi volta alla verifica dell'impatto effettivo dei descritti fenomeni sui processi decisionali degli attori del mercato è stata sviluppata mediante l'invio di questionari a un campione composto da circa 200 soggetti, tra investitori istituzionali e individuali. In base alle risposte pervenute, è stato possibile confermare la concreta sussistenza dei meccanismi ricercati e l'esercizio di un certo grado di condizionamento da parte degli stessi sulle scelte effettuate dagli azionisti. L'evidenza empirica, però, non consente di pervenire ad una quantificazione precisa del fenomeno considerato, in ragione delle discrepanze rinvenute nelle affermazioni degli intervistati. Sebbene la totalità dei rispondenti affermi di avere fornito dati e notizie in merito ai titoli detenuti, solo un terzo degli stessi ammette di aver compiuto operazioni sul mercato azionario in seguito alle informazioni ricevute da terzi. Ciò determina l'incapacità di ipotizzare una misura attendibile degli effetti legati alla comunicazione interpersonale, nonostante il tentativo di combinare i dati ottenuti con variabili espressive del livello di sistematicità dei soggetti inclusi nel campione. Tale caratteristica dovrebbe infatti essere segnaletica della predisposizione individuale al "meccanismo del contagio" ricercato dall'Autore.

Come anticipato, le ricerche focalizzate sull'analisi della domanda di

²⁰⁹ Pare interessante citare un altro studio relativo ai fattori che incidono sulle decisioni di investimento degli azionisti non professionali, non descritto nella trattazione perché non del tutto inerente alla descrizione della domanda di informativa da parte dei portatori di interessi istituzionali. Nondimeno, i risultati cui l'indagine perviene pongono in evidenza alcune variabili, legate alle caratteristiche dei titoli azionari, atte ad influenzarne il processo decisionale. Cfr. CLARK-MURPHY, SOUTAR (2004). Si veda anche BARBER, HEATH, ODEAN (2003).

informazioni economico-finanziarie da parte dei degli investitori non professionali risultano esigue, in ragione delle problematiche insite nell'esame di una categoria di estrema ampiezza dal punto di vista numerico, ma altrettanto dispersa e dunque difficilmente identificabile e raggiungibile. A ciò deve essere aggiunta la constatazione della natura di tali operatori, spesso caratterizzati da uno scarso attivismo con riguardo alle transazioni sui mercati azionari e il minore rilievo degli stessi percepito dalle imprese, in considerazione delle ridotte quote di capitale possedute. Tale categoria di soggetti, inoltre, spesso ricorre a dati elaborati e resi disponibili dagli analisti finanziari, come reso evidente dall'intensificazione del ricorso alla comunicazione derivata, cosa che ne rende l'esame delle istanze conoscitive ancora più complesso. Ciononostante, le conclusioni traibili dalle rilevazioni empiriche citate consentono di estrapolare un quadro di massima del comportamento delle minoranze in termini di raccolta di elementi decisionali, chiarendo alcuni tratti significativi del processo di documentazione precedente le scelte di investimento.

In seguito alle riflessioni effettuate sembrerebbe possibile ipotizzare la propensione dei piccoli azionisti per informazioni caratterizzate da rapidità di reperimento ed accesso, nonché da contenuti sintetici e di immediata comprensione, coerentemente con i caratteri propri a tale tipologia di investitori. Questi si connotano infatti, a differenza degli operatori professionali, per una carente capacità di interpretare i dati contabili maggiormente tecnici e, con ogni probabilità, per una minore disponibilità di tempo da dedicare all'attività stessa di reperimento ed assimilazione delle informazioni. Conseguenza diretta delle osservazioni fin qui condotte è l'orientamento a prospetti riepilogativi e a forme di comunicazione più descrittive e divulgative, quali i comunicati stampa e lo scambio di notizie a livello interpersonale, da un lato, nonché il ricorso ad operatori specializzati, dall'altro.

A proposito delle figure professionali attive sui mercati finanziari, due classi di soggetti sono ampiamente presi in considerazione dagli studi empirici relativi alla domanda di informazioni. In primo luogo, gli analisti finanziari si qualificano come interlocutori di estremo rilievo per le imprese, in seguito alla funzione svolta ed al peso attribuito ai rapporti e ai pareri dai medesimi prodotti. Secondariamente, attento riguardo è rivolto anche agli investitori istituzionali, quale conseguenza della

percentuale di partecipazione al capitale aziendale. Pare dunque opportuno fornire una descrizione delle principali indagini finalizzate alla rappresentazione della domanda conoscitiva di entrambi i soggetti, in quanto preminenti interlocutori societari.

In ambito internazionale, lo studio eseguito dall'AIMR (*Association for Investment and Management research*)²¹⁰ permette di giungere ad un insieme di interessanti conclusioni in merito alle istanze di analisti e investitori istituzionali. Attraverso l'invio di questionari a tali categorie di fruitori, l'indagine è stata volta al riscontro delle opinioni degli stessi in merito ad alcuni aspetti inerenti la *disclosure* delle imprese, così schematizzabili:

- le fonti ritenute più significative;
- qualità e miglioramento percepiti in merito alla comunicazione esterna;
- informazioni di maggiore rilievo;

I risultati scaturiti dalla ricezione di 346 risposte, illustrati nella figura 2.10, hanno posto in evidenza come la maggior parte degli intervistati ritenga essenziali i dati ottenuti direttamente da conversazioni con l'alta dirigenza (74%) e dall'*annual report* (71%). Tali canali rappresentano le fonti primarie di notizie relative a dinamiche gestionali e *performance*, mentre si collocano su un piano secondario informativa trimestrale, pubblicazione di notizie, *conference call*, comunicazioni rese a seguito di dettami normativi previsioni normative e incontri con gli analisti. Alcuni dei soggetti del campione hanno inoltre indicato discrezionalmente l'interesse per studi elaborati in ambito accademico, visite presso le aziende, *mass media* ed appositi incontri.

In merito al giudizio espresso da analisti e investitori istituzionali circa la complessiva qualità percepita della comunicazione societaria, nella prevalenza dei casi essa è ritenuta buona o ottima e in fase di progressivo miglioramento²¹¹. I due quinti dei soggetti del campione valuta, di contro, che la *disclosure* si attesti su livelli medi, non esprimendo nessuno un giudizio di insufficienza, mentre il 10% afferma di avere rilevato un peggioramento delle prassi comunicative negli anni recenti. Tale ultimo parere risulta essere dovuto a una molteplicità di fattori, tra i quali sono

²¹⁰ AIMR, (2000).

²¹¹ Pare interessante evidenziare come il miglioramento della trasparenza informativa sia attribuito all'intensificata regolamentazione per la maggior parte dagli intervistati di provenienza internazionale, 30%, laddove solo il 10% circa dei soggetti statunitensi e canadesi ritengono che il sistema giuridico abbia avuto un ruolo significativo in tal senso. Cfr. AIMR (2000: 29).

considerati di superiore impatto l'attitudine a rendere le informazioni uno strumento meramente formale finalizzato ad operazioni di marketing e povero di contenuti sostanziali, ma altresì la tendenza ad attuare politiche di bilancio in relazione alla composizione delle riserve e alla contabilizzazione di componenti negativi di reddito straordinari.

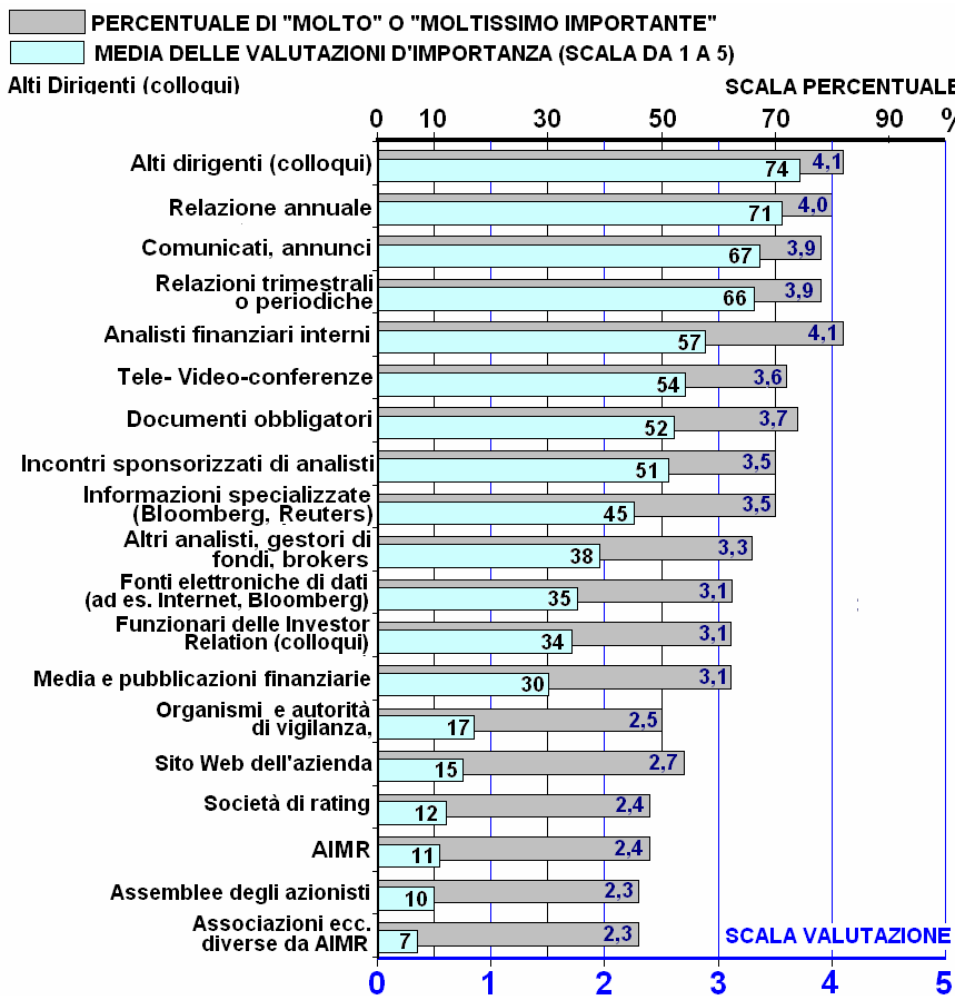


Figura 3.10 Valutazione dell'importanza attribuita da analisti ed investitori istituzionali alle diverse fonti di informazione. Fonte AIMR (2000: 17)²¹²

Per quanto attiene le categorie di dati considerati fondamentali ai fini dello svolgimento della propria attività, ma carenti all'interno

²¹²

Cfr. Allegato 7.

QUALITA' ED IMPORTANZA ATTRIBUITE AI DIVERSI SEGMENTI DI INFORMAZIONE

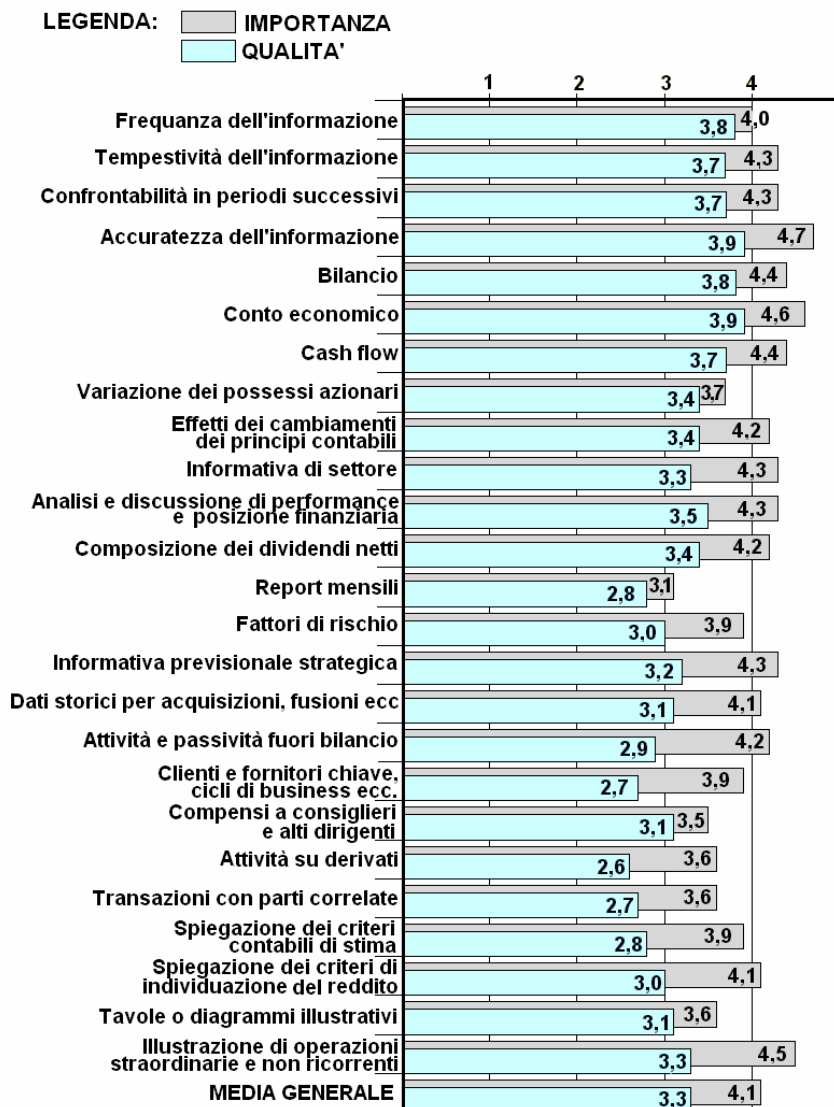


Figura 3.11 Valutazione del rapporto tra qualità ed importanza attribuite ai diversi elementi informativi dell'informazione da analisti e investitori istituzionali. Fonte AIMR (2000: 34)²¹³.

dell'informativa societaria, sono menzionate venticinque classi di informazioni, a cui sono attribuiti punteggi relativi sia all'importanza, sia alla qualità, come rappresentato nella rielaborazione grafica della figura 3.11. Tra queste, l'AIMR pone l'accento sulle prime quattro, indicandole come aree che, pur rivelandosi essenziali nella comunicazione societaria,

²¹³ Cfr. Allegato 9.

nondimeno ricevono un'insufficiente attenzione. Esse sono rappresentate da:

- informazioni disaggregate e di settore;
- dati previsionali quali i piani strategici e i *business plan*;
- informazioni relative ad attività e passività;

dettagli relativi a poste straordinarie e non ricorrenti. A tale primo gruppo deve esserne affiancato un secondo, costituito da fascicolo di bilancio e prospetti contabili in esso ricompresi, illustrazione e analisi dei risultati e della posizione finanziaria netta, composizione dei rendimenti netti per azione ed l'insieme dei caratteri di tempestività, significatività e accuratezza, quali aspetti imprescindibili di una comunicazione efficace.

Diversamente, vi sono altri aspetti che risultano sviluppati in misura sufficiente rispetto alle attese dei soggetti intervistati. In particolare, con riferimento alle società quotate da questi ultimi considerate eccellenti in termini di *disclosure*, lo studio in oggetto ha individuato le ragioni sottostanti a tale opinione con riguardo alla peculiarità segnalate in merito all'attività informativa. Coerentemente con quanto visto per le aree ritenute suscettibili di miglioramento, le imprese²¹⁴ in questione si contraddistinguono per:

- frequente, puntuale e sostanziale diffusione di informazioni al mercato;
- pubblicazione di dati di settore e disaggregati;
- descrizione e analisi delle performance e della situazione finanziaria;
- diffusione di informazioni prospettive;
- illustrazione di cifre dettagliate.

Un'ulteriore disamina delle informazioni richieste da analisti finanziari e investitori istituzionali è predisposta da Coleman ed Eccles²¹⁵, i quali prendendo in considerazione un campione superiore a 200 operatori, attivi sul mercato inglese, hanno stilato un elenco di dati e notizie maggiormente impiegati nell'esercizio dell'attività professionale dei soggetti.

L'esame condotto dagli Autori, rileva come le due categorie di

²¹⁴ Le imprese segnalate come eccellenti sono: General Electric, Intel, Johnson & Johnson, Merck e Microsoft. Cfr. AIMR (2000: 11).

²¹⁵ COLEMAN, ECCLES (2007).

interlocutori presentino domande di *disclosure* parzialmente differenziate, in termini sia qualitativi che quantitativi, riscontrandosi una superiore necessità di informazioni da parte degli analisti, in qualità di intermediari della comunicazione. Questi ultimi, inoltre, pur richiedendo al pari dei primi la divulgazione di dati strettamente economico-finanziari, nondimeno sono interessati a una maggiore quantità di notizie inerenti gli aspetti gestionali. In misura parzialmente differente rispetto a quanto emerso dallo studio dell'AIMR, gli analisti operanti nel contesto britannico parrebbero ritenere la comunicazione offerta complessivamente dalle società quotate non del tutto adeguata alle proprie esigenze conoscitive. Giova però precisare che, per quanto attiene gli aspetti prettamente economico-finanziari, il giudizio dagli stessi espresso si attesta su livelli di generale conformità alle attese.

Un'analoga ricerca è stata pubblicata nel contesto italiano da Eccles e Guatri²¹⁶, successivamente all'effettuazione di interviste telefoniche a 50 investitori impiegati presso società di gestione di fondi istituzionali e a 30 analisti finanziari, come sintetizzata graficamente nella figura seguente. Lo scopo dell'indagine risiede ancora una volta nella valutazione di utilità e adeguatezza percepite dai soggetti del campione con riferimento alle pratiche di *disclosure* delle società quotate. Gli ambiti esaminati riguardano dunque il documento di bilancio e le politiche di comunicazione delle imprese nel loro complesso, nonché l'individuazione dei dati di maggiore significato e il grado di conformità delle stesse alle esigenze degli operatori di mercato considerati.

In merito ai primi due aspetti occorre indicare come, a differenza di quanto concluso nelle ricerche internazionali, il contesto italiano si caratterizza per una generalizzata percezione di scarsa trasparenza informativa da parte delle aziende. Nello specifico, i bilanci sembrano attestarsi su livelli di esigua significatività, essendo ritenuti utili o abbastanza utili da due terzi del campione, e non particolarmente o del

²¹⁶ ECCLES, GUATRI (2000). In merito allo studio in oggetto, giova riportare alcune precisazioni. In primo luogo, al pari dell'indagine condotta da Coleman ed Eccles sopra descritto, esso si inserisce in un più ampio progetto di ricerca su iniziativa di PriceWaterhouseCooper nei diversi Paesi ad economia avanzata. Secondariamente, il lavoro qui menzionato analizza il caso italiano in due differenti prospettive, l'una rivolta alla rilevazione del livello percepito di *disclosure* da parte di analisti e investitori istituzionali nel contesto italiano complessivo, l'altra focalizzata un gruppo ristretto di cinque imprese quotate. Per ragioni di coerenza con la precedente trattazione, si ritiene opportuno in questa sede procedere alla descrizione della prima parte della ricerca, in quanto di carattere più generale.

tutto inutili dai restanti individui. In modo del tutto affine, la maggioranza degli intervistati non giudica in modo del tutto positivo l'atteggiamento comunicativo delle società. Queste ultime, infatti, pur rendendo disponibili notizie ulteriori rispetto a quelle previste dalla normativa

PERCENTUALI CHE RITENGONO ADEGUATE LE INFORMAZIONI FORNITE SUI CRITERI DI VALUTAZIONE INDICATI

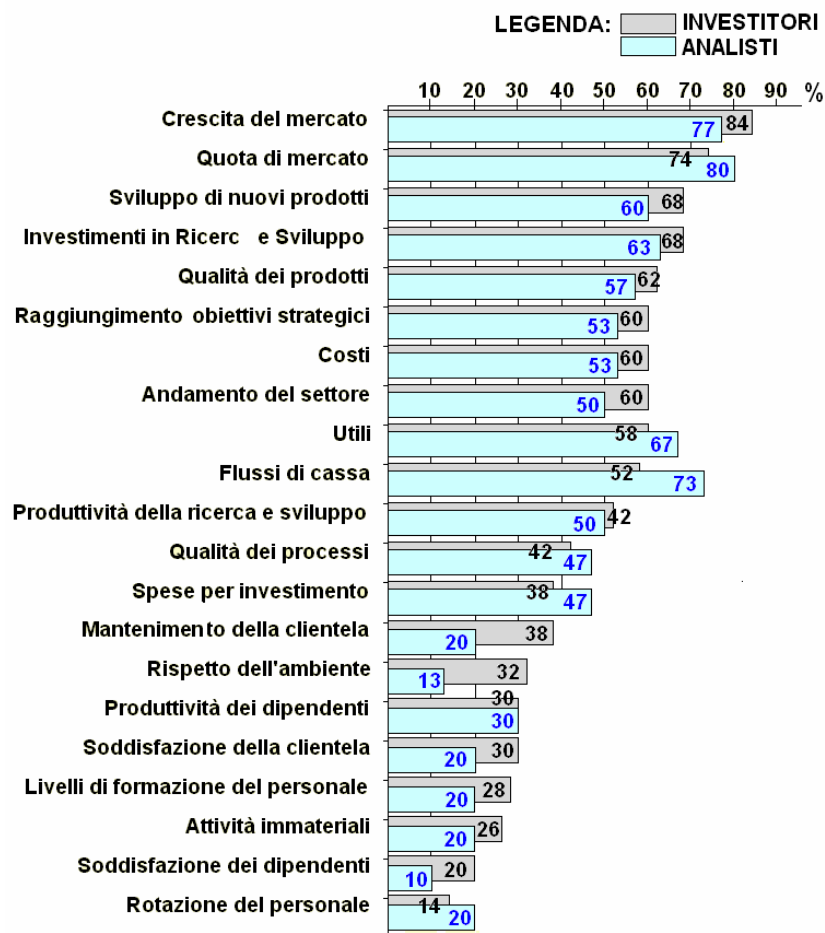


Figura 3.12 Valutazioni degli analisti ed investitori istituzionali sul grado di adeguatezza delle informazioni fornite dagli emittenti. Fonte ECCLES, GUATRI (2000: 22).

italiane, nondimeno manifestano una certa carenza per quanto attiene l'esercizio di un ruolo attivo nel processo di trasferimento delle informazioni, ad esempio al fine di conseguire più efficienti livelli di tempestività o di prevenire il sorgere di problematiche gestionali e di mercato. In merito alla tipologia di dati richiesti ed impiegati operativamente da analisti e investitori istituzionali, gli Autori

individuano 21 variabili idonee a costituire validi criteri di valutazione delle società. Le risposte fornite in proposito dai rispondenti hanno condotto a distinguere tra i primi dieci, considerati fondamentali a livello generale, i nove successivi, rilevanti in rapporto ad alcuni settori di riferimento, e gli ultimi due di esigua importanza. Gli intervistati hanno inoltre indicato i livelli di adeguatezza percepita in relazione alle informazioni divulgate dalle aziende con riguardo a tali variabili, come visibile nella figura seguente che rielabora graficamente i dati degli Autori. Dalle risposte pervenute si evince come solo i dati inerenti la quota di mercato detenuta dalle aziende e la crescita del mercato stesso siano considerati soddisfacenti da entrambe le categorie di soggetti del campione, mentre si delineano giudizi difformi e in qualche caso addirittura divergenti in merito alle altre variabili indicate. Ciò sposta nuovamente in primo piano il *gap* esistente tra le percezioni medesime di analisti e investitori istituzionali, ponendo l'opportunità di indagare comunanza o divergenza delle rispettive istanze in relazione alla differente funzione espletata nei mercati finanziari.

I. Investitori istituzionali

Gli investitori istituzionali rappresentano, come già più volte accennato, una categoria di azionisti attuali e potenziali di sicuro rilievo per le società quotate, in relazione al potere contrattuale ad essi riconosciuto in forza delle quote di capitale possedute che, per quanto minoritarie, identificano in ogni caso una minoranza qualificata. Tale circostanza, unitamente alla natura professionale di tali soggetti e all'attivismo che ne consegue in termini di operatività all'interno dei mercati finanziari, contribuisce a delineare i medesimi quale tipologia di interlocutori sociali agevolmente circoscrivibile ed identificabile in termini di caratteristiche ad essi peculiari. L'insieme delle considerazioni ricordate ha portato ad indirizzare parte della ricerca empirica al riscontro della specifica domanda di *disclosure* espressa da tale gruppo di individui, sempre allo scopo di valutare l'efficacia delle correlate politiche aziendali e di meglio indirizzare l'architettura del sistema della comunicazione economico-finanziaria in vista delle effettive esigenze manifestate dal pubblico.

L'insieme delle considerazioni ricordate ha portato ad indirizzare parte della ricerca empirica al riscontro della specifica domanda di *disclosure*

espressa da tale gruppo di individui, sempre allo scopo di valutare l'efficacia delle correlate politiche aziendali e di meglio indirizzare l'architettura del sistema della comunicazione economico-finanziaria in vista delle effettive esigenze manifestate dal pubblico.

Nell'ambito delineato, l'indagine formulata nel contesto italiano da Fellegara e Azzali²¹⁷ perviene a risultati atti a conseguire una valutazione complessiva del giudizio degli investitori finanziari in merito all'esaustività dell'informativa societaria italiana. La ricerca, relativa a un campione di 49 soggetti, è stata effettuata mediante un primo invio di questionari a SIM e SGR²¹⁸ e un successivo approfondimento tramite interviste un sottocampione di 17 società. Le domande rivolte alla popolazione investigata possono essere suddivise in tre classi, rispettivamente relative a:

- informazioni generali, volte a comprendere il contesto operativo dei soggetti del campione, le modalità di accesso ai dati rilevanti delle imprese analizzate e quelle di fruizione dei bilanci ad esse relativi;
- effettivo utilizzo del bilancio di esercizio quale elemento impiegato nelle scelte di investimento. L'approfondimento relativo all'*annual report* è finalizzato ad appurare il grado di adeguatezza di tale documento alle esigenze conoscitive degli investitori istituzionali;
- ricorso ad ulteriori fonti di notizie, in considerazione della tendenziale insufficienza dei contenuti del bilancio rispetto alle esigenze proprie di SIM e SGR.

In relazione al primo ordine di elementi valutati, le SGR sembrano ritenere altamente significativo il bilancio di esercizio, quale strumento cardine dell'informativa societaria, laddove gli altri mezzi²¹⁹ proposti dal questionario, pur essendo ampiamente impiegati con funzione complementare ed integrativa, sono ritenuti di minore importanza, come risulta dalla tabella seguente, ripresa dal lavoro citato.

²¹⁷ AZZALI S., FELLEGARA (2003).

²¹⁸ Le SIM sono società di intermediazione mobiliare, mentre le SGR rappresentano società di gestione del risparmio, entrambe regolamentate dal Lgs. 58/98. Per un maggiore dettaglio si veda AZZALI S., FELLEGARA (2003: 143 e ss.).

²¹⁹ I mezzi elencati nel questionario comprendono, oltre al bilancio, lo studio dell'andamento delle quotazioni di mercato, le notizie di mercato atte a influenzare le quotazioni, le notizie diffuse da Consob, i siti Internet, le notizie diffuse da società di *rating* e una categoria residuale, denominata "altro".

Tipo di strumenti	Valutazione media
	SGR
Bilanci (d'esercizio e/o consolidati)	2,20
Studio andamento quotazioni di mercato	3,80
Notizie di mercato con possibili riflessi sulle quotazioni	3,20
Notizie diffuse dalla Consob	4,25
Siti internet delle società	5,50
Notizie diffuse da società di <i>rating</i>	3,00
Altro	

Tabella 3.2 Valutazione degli strumenti informativi (punteggio da 1, pari a massima frequenza di utilizzo, a 6, minima frequenza). Fonte AZZALI S., FELLEGARA (2003: 149).

Per le SIM invece, non essendo prevista l'espressione di un giudizio in merito ai differenti strumenti comunicativi, si evidenzia come all'ampio ricorso al bilancio (impiegato dal 100% dei rispondenti) si affianchi un altrettanto intenso utilizzo degli studi inerenti l'andamento delle quotazioni del mercato. Appare interessante precisare come queste ultime società ricorrano anche a banche dati, incontri con il *management*, studi dei settori e a canali telematici. Quanto osservato è riassunto nella tabella seguente:

Fonte d'informazione	% SIM
Bilanci (d'esercizio e/o consolidati)	100,00
Studio andamento quotazioni di mercato	100,00
Notizie di mercato con possibili riflessi sulle quotazioni	81,20
Notizie diffuse dalla Consob	63,60
Altro	54,50

Tabella 3.3 Strumenti utilizzati dalle SIM (Valori percentuali). Fonte AZZALI S., FELLEGARA (2003: 150).

Gli scopi conoscitivi sottesi alla consultazione dell'*annual report* sono riconducibili a due ordini di fattori, tra i quali la verifica dei risultati economico-finanziari è indicata in circa il 40% dei casi, mentre l'attuazione di studi comparativi tra aziende dello stesso settore nel 28%. Nell'esame del documento in oggetto, inoltre, attenzione preponderante è dedicata a stato patrimoniale e conto economico, anche in ordine alle rielaborazioni e al calcolo degli indici effettuati dagli investitori istituzionali stessi. La nota integrativa e relazione sulla gestione suscitano di contro minore interesse, fatta eccezione per quest'ultima in riferimento alla descrizione dei fatti verificatisi dopo la chiusura dell'esercizio, dei rapporti di controllo e collegamento, nonché dei rapporti di gruppo. In tale prospettiva emerge come i principali limiti dell'informativa di bilancio siano identificati, dalla più parte della popolazione osservata, nella carenza di dati prospettici, soprattutto in termini di descrizione delle strategie e dei progetti futuri, e nell'eccessiva sintesi dei contenuti divulgati.

Accanto al fascicolo di bilancio individuale, di per sé non del tutto esauriente, SGR e SIM impiegano ulteriori strumenti propri della comunicazione finanziaria, tra i quali per entrambe le categorie occupa una posizione centrale il bilancio consolidato immediatamente seguito da quelli infrannuali, mentre risultano avere uno scarso peso le relazioni di collegio sindacale e società di revisione e i bilanci di settore. Il campione in esame giudica, da ultimo, di notevole significato l'accesso a dati che consentano la formulazione di valutazioni di tipo previsionale e prospettico, in conformità con l'attività svolta dai soggetti considerati. In tal senso se l'andamento del settore di appartenenza e la situazione interna all'impresa sono segnalati dalla maggioranza dei rispondenti, nondimeno altissime percentuali degli stessi afferma di ricorrere anche all'analisi delle condizioni economiche generali e all'andamento delle quotazioni.

Da quanto esposto è possibile evincere un approccio sicuramente più attento ed analitico ai dati di natura economico-finanziaria da parte degli investitori istituzionali, se confrontati con quelli individuali. Ciò risulta in linea con quanto premesso all'inizio, in termini di diversa natura delle due classi di azionisti. A questo proposito è interessante, sebbene non del tutto pertinente, precisare che evidenze empiriche hanno mostrato da parte dei primi una crescente attenzione verso informazioni di carattere non

finanziario. L'evoluzione della domanda informativa nella direzione specificata è descritta da uno studio²²⁰ avente ad oggetto i gestori di fondi e portafogli del mercato statunitense. Le conclusioni dell'indagine effettuata su un ampio campione delineano infatti un accresciuto orientamento a dati inerenti la qualità di *management* e *investor relations*, nonché quella dei prodotti e servizi offerti, la soddisfazione dei clienti, la solidità della cultura aziendale e l'efficacia dello sviluppo di nuovi prodotti. Sebbene gli ambiti comunicativi affrontati dalla ricerca in discussione non siano propriamente attinenti al tema della presente trattazione, il breve cenno dedicato ai risultati che ne sono emersi vale a confermare gli sviluppi tendenziali già evidenziati nei paragrafi precedenti. Essi denotano l'attitudine sempre maggiore da parte dei portatori di interessi istituzionali a presentare alle imprese istanze conoscitive ampie, rivolte ai diversi aspetti dell'attività gestionale, nella consapevolezza dell'accresciuta complessità dei mercati e delle dinamiche ad essi proprie.

II. *Analisti finanziari*

Gli analisti costituiscono una categoria peculiare di fruitori dell'informativa economico-finanziaria. In considerazione della loro natura di intermediari della comunicazione, questi possono essere variamente considerati nel duplice ruolo di soggetti esprimenti sia la domanda di dati societari, sia l'offerta degli stessi nella forma di informazione derivata. Come ampiamente descritto, la funzione di tale tipologia di attori si concretizza nell'assunzione di notizie relative all'andamento delle società quotate e nella successiva attività di rielaborazione e integrazione delle stesse al fine di produrre fondate valutazioni delle aziende studiate, successivamente trasmesse al pubblico sotto forma di raccomandazioni e *report*. In una siffatta circostanza è andato assumendo crescente importanza in relazione all'utilità delle informazioni così ottenute non solo per le scelte di investimento e disinvestimento degli operatori del mercato azionario, ma anche per "*quei manager d'azienda che guardano al mercato come giudice ultimo delle performance societarie e personali*"²²¹. In conformità a quanto dianzi osservato, il ruolo di spicco rivestito da questi soggetti all'interno del

²²⁰ MAVRINAC, SIESFELD (1998).

²²¹ AVALLONE (2003: 326)

complesso dei portatori di interessi, unitamente alla particolare finalità di impiego dei dati richiesti alle aziende ha indotto larga parte della Letteratura a concentrare le verifiche empiriche inerenti la domanda informativa sugli analisti, quali particolare tipologia di destinatari. Pur avendo descritto in precedenza una parte degli studi rientranti in questo filone, si ritiene appropriato presentare brevemente un'indagine che, per essere rivolta in via esclusiva al contesto italiano e alla classe di soggetti in discussione, risulta di utilità in vista di specifiche e dedicate riflessioni²²².

L'analisi menzionata è stata eseguita attraverso questionari indirizzati a un gruppo di analisti iscritti all'AIAF (Associazione Italiana Analisti Finanziari). Le domande formulate sono state rivolte, in una prima sezione, alla definizione dei caratteri propri della popolazione osservata e successivamente all'individuazione delle fonti informative a cui la stessa ricorre con maggiore frequenza. A conclusione della disamina è stata richiesta l'espressione di giudizi in merito alla capacità segnaletica delle informazioni fruite. I 30 analisti che hanno fornito le risposte si connotano mediamente per un'attività condotta su un numero ridotto di aziende e basata sull'analisi dei fondamentali. Ciò denota, come sottolineato dall'Autore, un'attenzione rivolta in via espressa alla comprensione del processo di formazione del valore attraverso la raccolta dei dati necessari a tale fine, rendendo i soggetti investigati particolarmente adatti agli obiettivi conoscitivi della ricerca.

In merito alle fonti, le risposte fornite dal campione hanno mostrato ancora una volta la netta preferenza per bilancio annuale e documenti contabili infrannuali, nonché per gli incontri con il *management*, laddove invece i contatti con gli *Investor Relator Manager* non sono ritenuti di grande rilevanza. Ciò potrebbe avvenire per una "scarsa fiducia degli analisti nelle potenzialità informative da questi offerte, giustificata anche dalla eventuale impossibilità di accesso a determinate tipologie di informazioni per il tramite di questo canale"²²³. I risultati evidenziati in merito alle conoscenze ricercate dalla popolazione esaminata, esposti nella tabella seguente,

²²² Per ulteriori approfondimenti si segnalano alcuni lavori che, pur se non descritti nella presente trattazione, risultano di interesse per quanto riguarda l'analisi della domanda di informazioni espressa dagli analisti finanziari. Tra questi, appare sicuramente degna di nota la ricerca condotta dalla *Association of Chartered Certified Accountants*, volta all'identificazione della correlazione tra livello di *disclosure* e accuratezza delle previsioni elaborate dagli analisti. Cfr. WALKER, TSALTA, (2001). Si vedano, inoltre: HOPE (2003); BOTOSAN, PLUMLEE (2000).

²²³ AVALLONE (2003: 344).

provvedono un'ulteriore conferma di quanto già osservato nelle ricerche osservate in altra parte del capitolo, attinenti la preferenza per informazioni finanziarie, per i dati previsionali e per i chiarimenti atti a spiegare origine e natura dei componenti straordinari di reddito, nonché gli effetti determinati dalle variazioni nei criteri di valutazione.

Ciò conduce a individuare tra le informazioni maggiormente riguardate, quelle contenute nei documenti contabili annuali e infrannuali, integrati con informazioni prospettiche, desunte dai colloqui intrattenuti con il *management*, al fine di completare la parzialità intrinseca ai soli valori contabili²²⁴.

Le conclusioni qui presentate appaiono allineate con quelle degli studi analoghi illustrati. Ad affini risultati perviene inoltre una ricerca condotta ai medesimi scopi. Questa appare di notevole interesse in relazione alla tipologia di analisi condotta. McEwen e Hunton²²⁵ hanno infatti rilevato le preferenze informative di 60 analisti americani attraverso l'impiego di una speciale tecnologia²²⁶ in grado di identificare con esattezza i singoli elementi guardati da un utente sullo schermo di un *personal computer*. Ciò ha consentito di individuare con estrema precisione non solo le sezioni dell'*annual report* prese in considerazione ma anche le singole informazioni in esse contenute, su cui i diversi soggetti si sono soffermati. Da tale esame è emerso che i dati più ricercati nel fascicolo di bilancio sono quelli di natura finanziaria, con speciale riguardo per gli indici sintetici e i prospetti inerenti i ricavi dell'ultimo quinquennio, nonché le variabili attinenti la redditività di lungo periodo.

In definitiva, in modo coerente rispetto alle premesse logiche enunciate e similmente a quanto visto per gli investitori istituzionali, dagli studi esaminati è possibile dedurre la propensione degli analisti per quegli elementi conoscitivi che, per la specificità e la peculiare natura tecnica, consentano di cogliere le prospettive di svolgimento dell'attività di impresa in relazione alle condizioni interne e dell'ambiente economico esterno.

²²⁴²²⁴ “Come già affermato in precedenza, infatti, i valori contabili sono in grado di fornire esclusivamente una valutazione parziale, che necessita di ulteriori approfondimenti realizzati grazie all'utilizzo di sistemi quali il *Discounted cash flow* (DCF) e l'*Economic Value Added* (EVA®). AVALLONE (2003: 346).

²²⁵ HUNTON, MCEWEN (1999: 1 e ss.).

²²⁶ La tecnologia in oggetto, denominata IRIS (*Integrated Retinal Imaging System*) introdotta per la categoria di analisti finanziari diversamente abili, consente di navigare in rete senza utilizzare il mouse o la tastiera, grazie ad un dispositivo in grado di rilevare (per mezzo del riflesso di un raggio laser sugli occhi) i punti dello schermo osservati ed i tempi di permanenza.

3.4. ELEMENTI DI GIUDIZIO EMERSI DALLE EVIDENZE EMPIRICHE

L'intensa attività di ricerca empirica sviluppatasi a livello nazionale ed internazionale in merito al grado di trasparenza attuato dalle società quotate trova fondamento in presupposti concettuali diffusi e largamente condivisi. In una prospettiva teorica, la Letteratura elaborata in materia ha infatti individuato nelle pratiche di *disclosure* un valido strumento a supporto del funzionamento efficiente di mercati e imprese, quale parte del più ampio sistema di *governance*, al duplice fine di tutelare gli interessi istituzionali e promuovere creazione di valore e immagine aziendale tramite l'incremento della conoscenza degli accadimenti economici in termini economico-finanziari, gestionali e ambientali.

I differenti fattori che hanno posto in primo piano il rapporto tra aziende e interlocutori presenti sul mercato, riconducibili come visto all'internazionalizzazione delle dinamiche competitive e all'ampliamento delle categorie dei portatori di istanze conoscitive riconosciute come meritevoli di protezione da parte dei pubblici poteri, ha indotto riflessioni in merito all'opportunità o meno di interventi normativi indirizzati alla regolamentazione della comunicazione economico-finanziaria. A ciò deve essere aggiunto il riscontro di un tendenziale incremento delle informazioni di natura volontaria spontaneamente diffuse al pubblico dagli emittenti che, prescindendo da considerazioni relative a qualità e strumentalità delle stesse, sembra comunque testimoniare una superiore consapevolezza delle esigenze manifestate in siffatta direzione dagli attori del mercato. L'insieme dei fattori osservati, ha dunque portato al diffondersi di indagini finalizzate a riscontrare l'effettivo stato dell'arte con riferimento ad atteggiamenti e prassi posti in essere dalle società da un lato, e il grado di soddisfazione esperito da quanti, in posizione di *outsider*, presentano attese a tale riguardo. Simili studi consentono infatti di pervenire alla percezione del *gap* ancora esistente tra le due categorie di soggetti e, conseguentemente, di inquadrare i termini della problematica e indirizzare eventuali interventi del settore pubblico, nonché gli indirizzi accolti da organismi privati e aziende medesime.

In simili premesse logiche, una larga parte delle ricerche effettuate è stata rivolta all'analisi di domanda e offerta attuali di comunicazione, così

da trarre significativi elementi di giudizio in rapporto a esigenze conoscitive, mezzi disponibili per la soddisfazione delle stesse, spazi di miglioramento e possibili soluzioni attuabili. Nonostante l'eterogeneità degli studi citati in termini di soggetti impegnati nelle rilevazioni, individui compresi nei campioni e dati raccolti, è in ogni caso possibile trarre dalla disamina delle conclusioni singolarmente conseguite alcune considerazioni di fondo attinenti gli aspetti ricercati, seppur con le necessarie approssimazioni e limitazioni.

I risultati scaturiti dalla rilevazione dell'offerta informativa da parte degli emittenti hanno condotto ad individuare una sostanziale difformità a livello di aree geografiche, come preannunciato dalle formulazioni teoriche, in particolare tra i Paesi di matrice anglosassone e quelli europei continentali. A proposito di questi ultimi, un distinguo deve inoltre essere operato tra quelli ad economia avanzata e quelli emergenti²²⁷, per i quali si delineano ulteriori difficoltà intrinseche al grado di sviluppo dei mercati finanziari ad essi propri. Le divergenze sottolineate sono ricondotte essenzialmente alle diversità dovute ad aspetti culturali e ad origine ed evoluzione del sistema giuridico di riferimento, riportando l'accento sulle implicazioni sottostanti la derivazione da *common* o *civil law*. Ciò pare strettamente connesso con i diversi approcci verificati nei confronti della trasparenza societaria, anche in ragione della prevalenza di forme di azionariato concentrato o diffuso e dell'influenza che tali fenomeni hanno storicamente esercitato sugli atteggiamenti assunti da *management* e azionisti di controllo. Laddove si riscontri una tendenziale diffusione e stabilità di assetti proprietari contraddistinti da *blockholder*, l'interesse dimostrato nei riguardi delle attese istituzionali risulta condizionato dal grado inferiore di ingerenza riconosciuto alle minoranze, in ragione anche della persistenza di una forte interconnessione tra imprese e capitale di debito. Di contro, i sistemi contraddistinti da proprietà dispersa presentano un legame più stretto con il mercato azionario che ne ha determinato una tradizionale propensione a soddisfare le richieste dell'insieme degli *stakeholder*. Tali fattori incidono sulla percezione dei

²²⁷ Mentre le ragioni legate al contesto di appartenenza e sottese alle differenze in termini di offerta informativa sono state ampiamente indagate, giova accennare brevemente ai fattori di contesto sottostanti le difformità nella domanda di comunicazione esterna. Quagli ritiene che gli stessi siano: rischio sistematico, grado di stabilità e maturità del settore industriale, livello di sofisticazione dell'informativa dovuta, grado di sviluppo del mercato dei capitali e innovazione nell'offerta di informazioni da parte delle aziende.

costi e dei benefici correlati all'attività di produzione e divulgazione di notizie inerenti l'impresa, esercitando come descritto da Weil un ulteriore condizionamento non solo sui livelli di *disclosure* implementati, ma anche sull'efficacia degli interventi normativi.

Le riflessioni esposte sembrano fornire almeno in parte una spiegazione dei riscontri empirici evidenziati dalle ricerche di Standard & Poor's e della WFE, in ordine ai differenti livelli di trasparenza informativa rilevati in una dimensione internazionale e ai differenti ambiti di miglioramento evidenziati. Alla carenza osservata per Stati Uniti e Regno Unito in merito alla comunicazione dei meccanismi di *governance*, maggiormente dischiusi in Europa, si contrappone ad esempio l'esiguità di dati infrannuali resi disponibili in quest'ultima area. Nondimeno, si sono posti in luce aspetti raramente considerati in maniera trasversale, la cui carenza si connota cioè come elemento di comunanza a prescindere dal Paese considerato. Ne sono un esempio le informazioni inerenti la descrizione dettagliata degli azionisti di maggioranza, così come quelle relative alle operazioni con parti correlate, per le quali il livello di trasparenza sembra essere giudicato ancora insufficiente. Per quanto attiene il panorama nazionale, l'Italia pare collocarsi in una posizione intermedia, con uno sviluppo consistente dei dati di natura economico-finanziaria e concernenti il governo societario. Gli ambiti volti alla definizione di rischi, attività di ricerca e sviluppo e risorse immateriali, oltre a quello della composizione azionaria, restano però limitati, nonostante l'importanza dagli stessi rivestiti in ordine alla valutazione di scenari prospettici. Ciò si dimostra in linea con l'inadeguatezza dei dati previsionali, che nel campione osservato da Allegrini sono comunicati solo nel 50% dei casi all'interno del fascicolo di bilancio.

Gli studi condotti sulla domanda di informazioni espressa dagli attori del mercato, per quanto in alcuni casi effettuati su popolazioni ristrette, permettono peraltro di osservare significative difformità tra i diversi soggetti che costituiscono il pubblico di riferimento dell'offerta di comunicazione economico-finanziaria. Pur concentrandosi sui soli azionisti emerge infatti una sostanziale differenza tra i piccoli investitori e coloro che, in qualità di investitori istituzionali o analisti finanziari, si pongono quali categorie di destinatari peculiari e in un certo modo privilegiate. Tale distinzione, come detto, muove dalle superiori competenze possedute in materia dai soggetti professionali, atte a

favorirne la comprensione e l'elaborazione dei dati specialistici emessi dalle aziende, nonché dal peso rivestito nei confronti di queste ultime in rapporto alla propria attività, idoneo a conferire loro un notevole potere contrattuale nel rapporto con il *management*. Muovendo da tali considerazioni, le conclusioni tratte dagli studi focalizzati sul lato della domanda risultano coerenti con le aspettative delineabili.

Gli investitori individuali si connotano quale pubblico non sofisticato e debolmente in grado di ricevere e comprendere informazioni specializzate come i dati contabili di dettaglio. Ciò ne indice la propensione a ricercare notizie di carattere sintetico e di immediata fruizione, anche nella lettura dell'*annual report*, in cui assume critica rilevanza la sezione espressamente dedicata agli azionisti. Prescindendo dall'eventuale ricorso a intermediari, il possesso individuale di esperienza in materia di contabilità incide infatti in certa misura sulle modalità di lettura del documento in oggetto, confermando quanto dedotto. La situazione descritta trova conferma inoltre nell'evidenza empirica del peso rivestito per tale classe di destinatari dai *mass media* e in particolare dalle notizie pubblicate sui quotidiani, in quanto di carattere maggiormente divulgativo e descrittivo. A queste deve poi essere affiancato il riscontro del condizionamento dovuto alle comunicazioni interpersonali tra individui non professionali, in una sorta di "passaparola" che, diffondendosi tra gli operatori, pare svolgere una parziale influenza sulle decisioni di investimento degli stessi. In tal senso deve essere interpretato il peso crescente assunto da Internet quale canale comunicativo che, anche se con differenti modalità di fruizione tra operatori professionali e non, si pone quale significativo mezzo di accesso alle informazioni atto a modificare progressivamente atteggiamenti e prassi operative dei piccoli azionisti²²⁸.

Diversamente si delineano gli investitori istituzionali e gli analisti finanziari. Questi, svolgono un'attività professionale che richiede metodicità e capacità interpretative e indirizzano pertanto le proprie istanze conoscitive verso dati precisi e qualificati e presentano chiare percezioni in merito ai caratteri qualitativi di informazioni, fonti e politiche di comunicazione esterna delle imprese. Nel dettaglio, prescindendo dalle differenze intercorrenti tra le due classi di investitori e

²²⁸ "... Diverso è il ragionamento per gli investitori privati. In questo segmento di domanda sul mercato dei capitali stiamo assistendo in tempi recenti ad una vera esplosione al fenomeno del trading via Internet, per cui sembrerebbe che l'informazione fornita sui siti societari possa soddisfare soprattutto questa categoria di investitori in rapido sviluppo". QUAGLI (2001a: 206).

analisti, si è riscontrata a livello complessivo la netta preferenza per le notizie traibili dal fascicolo di bilancio e dai contatti diretti con il *management* al duplice fine di acquisire i dati stessi e di ottenere utili indicazioni in merito al significato assunto da questi nel contesto di riferimento²²⁹. Analogamente, la predilezione per le notizie contabili, anche infrannuali, si rivolge a informazioni inerenti segmenti operativi, composizione di poste straordinarie e di attività e passività, nonché caratteri di tempestività, affidabilità e significatività delle stesse, ritenuti requisiti imprescindibili ai fini dell'effettiva utilità della *disclosure*. Assoluta preminenza è attribuita, come prevedibile, ai dati prospettici in quanto elementi essenziali nel processo valutativo.

In merito alle difformità riscontrate a livello internazionale, sebbene in linea di tendenza le informazioni oggetto di interesse coincidano, è da segnalare la diversa percezione del livello di trasparenza complessivo assicurato da imprese e sistema regolamentare. Al contrario di quanto rilevato dagli studi del panorama internazionale, l'Italia sembra distinguersi per un giudizio meno positivo in merito all'attendibilità delle comunicazioni societarie, nei confronti delle quali gli analisti nutrono una scarsa fiducia, come attestato dallo scarso ricorso all'*Investor Relation Manager* e dall'opinione espressa circa il documento di bilancio. Ciò parrebbe essere legato al fenomeno sopra descritto, inerente la correlazione tra qualità dell'informativa societaria e contesto economico-giuridico locale.

Le conclusioni fin'ora enunciate offrono un quadro sintetico e di massima in merito all'adeguatezza e all'efficacia della comunicazione economico-finanziaria nella dialettica intercorrente tra domanda e offerta informativa, rendendo possibile l'identificazione degli ambiti passibili di interventi volti a un miglioramento della *disclosure* che tenga conto di quelle che sono le esigenze essenziali dei soggetti ad essa interessati. Se, infatti, i prospetti di natura economico-finanziaria si attestano su un livello di sviluppo generalmente considerato almeno sufficiente, se non buono, gli ambiti riferiti – a titolo di esempio – ai dati prospettici e quelli riguardanti la descrizione degli assetti proprietari presentano opportunità di un ulteriore sviluppo nella direzione suggerita dalle istanze espresse

²²⁹ Cfr. QUAGLI (2002: 687). Interessante in merito al contatto diretto tra analisti e *management* è l'osservazione di Quagli, secondo cui: "... questa forma di interazione può sfociare nella patologia nel momento in cui l'analista finanziario, quale compenso per la collaborazione informativa ricevuta dai manager aziendali, provveda a diffondere sull'azienda giudizi migliori di quelli oggettivamente corretti".

dal pubblico dei fruitori. Il passaggio attraverso la rilevazione di queste ultime pare essenziale alla definizione di politiche comunicative realmente adeguate alle finalità sottese, in modo tale da incanalare gli sforzi di organismi pubblici e privati e delle società medesime nella direzione di interventi effettivamente idonei a conseguire gli scopi perseguiti. La stessa differenziazione della domanda, non solo tra gli attori professionali e non professionali in questa sede descritti, ma anche tra le diverse classi di *stakeholder* che pure sono presenti sul mercato induce una riflessione in merito alle accennate necessità sia di distinguere gli stessi strumenti informativi in relazione ai destinatari, sia di perseguire un'integrazione dei differenti tipi di comunicazione offerti che sia in grado di trasmettere, attraverso un impianto coerente, un'immagine unitaria dell'impresa. L'insieme degli elementi evidenziati dovrebbe essere infatti ricomposto nell'ottica dell'elaborazione di strategie comunicative atte ad esplicitare realmente la funzione ad esse attribuita dalle enunciazioni teoriche, nella complementare attuazione della tutela degli interessi istituzionali, dell'efficienza di mercati finanziari e imprese e della produzione e diffusione di valore.

CAPITOLO QUARTO

IL PARADIGMA EUROPEO DELLA TUTELA DEGLI INTERESSI ISTITUZIONALI ATTRAVERSO LA COMUNICAZIONE ECONOMICO- FINANZIARIA

4.1. Principi informativi e obiettivi del piano di azione dell'Unione Europea – 4.2. Gli interessi meritevoli di tutela nel quadro d'azione comunitario – 4.3. Corporate Governance – 4.4. Disclosure – 4.5. Valutazioni di sintesi emerse da una visione complessiva del quadro d'azione comunitario.

4.1. PRINCIPI INFORMATIVI E OBIETTIVI DEL PIANO DI AZIONE DELL'UNIONE EUROPEA

L'evoluzione dell'economia in connessione allo sviluppo dei mercati su scala internazionale e l'ampliamento della concorrenza in una dimensione globale hanno determinato la necessità per imprese e organismi pubblici e privati di individuare ed implementare le strategie necessarie al perseguimento del successo in un contesto allargato. Le riflessioni condotte, in differenti ambiti, in merito ai fattori essenziali a tale scopo hanno portato, come visto, allo sviluppo di studi teorici ed empirici volti a individuare con maggiore chiarezza gli elementi aventi un ruolo chiave in tale processo al dichiarato intento, esaminato nei capitoli precedenti, di approntare strumenti efficaci ed adeguati al fine prefissato.

All'interno del contesto delineato deve essere inserita anche l'intensa attività esplicata dall'Unione Europea negli ultimi decenni, non estranea alle problematiche sollevate in qualità di autorità sovranazionale. Successivamente alla concretizzazione dell'unione monetaria, infatti, le indagini condotte a livello comunitario hanno reso evidente l'insufficienza della stessa nella realizzazione di un unico mercato finanziario europeo²³⁰.

²³⁰ “L'introduzione dell'euro e la regolamentazione vigente relative al mercato unico sono condizioni necessarie, ma non sufficienti all'emergere di un mercato unico europeo per i servizi finanziari. Le

Tale constatazione ha indotto le Autorità a ricercare gli elementi atti a configurarsi quali presupposti basilari nel perseguimento di tale finalità, in termini di infrastrutture giuridiche e operative a fondamento dell'efficiente svolgimento della compravendita di strumenti finanziari. Ad un attento studio delle iniziali cornici economiche e normative dei singoli Stati membri ha fatto seguito un insieme articolato di interventi finalizzati all'armonizzazione della materia su scala comunitaria. Questi ultimi, pur coprendo una gamma di ambiti vasta e composita, nondimeno presentano un *trait d'union* che necessariamente assume carattere trasversale ai differenti provvedimenti, e ne costituisce il comune sostrato individuabile nell'accezione accolta di azienda e nell'interpretazione delle relazioni tra questa e l'ambiente esterno. Pare interessante, a tale proposito, tentare di chiarire i presupposti logici desumibili dall'impostazione assunta nella progettazione delle misure attuate, così da estrapolare le direttrici teoriche e concettuali a partire da cui sono state sviluppate le azioni dell'Unione Europea. Senza pretese di esaustività e senza procedere ad una descrizione dettagliata di regolamenti e direttive recentemente introdotti²³¹ – la cui sintesi è offerta nella tabella seguente – la presente trattazione si pone dunque l'obiettivo di tratteggiare per sommi capi lo spirito ad essi sotteso, con lo scopo di pervenire ad una comprensione più approfondita degli intenti perseguiti negli ambiti in esame.

Prima di procedere alla trattazione di quanto anticipato, giova richiamare alcuni dei concetti emersi nei capitoli precedenti, al fine di inquadrare le tematiche e l'ambito all'interno del quale interpretare gli interventi comunitari.

La consapevolezza dei costi intrinseci all'instaurarsi del rapporto di agenzia, o alla presenza di azionisti di controllo, consentendo una valutazione dell'azione frenante esercitata dai medesimi, in termini di sviluppo dei mercati finanziari, ne ha postulato la necessità di abbattimento, attraverso l'attuazione di interventi programmatici.

Le asimmetrie informative e la discrezionalità degli *insider* infatti, sottoponendo i piccoli azionisti al rischio di espropriazione, incidono sulle decisioni di investimento degli stessi e, per tale via, sul costo del ricorso al

disposizioni attuali richiedono una revisione al fine di assicurare che il settore finanziario europeo possa affrontare le sfide competitive intensificate dalla globalizzazione dei mercati finanziari”.

²³¹ Per un'approfondita disamina degli interventi comunitari in materia di servizi finanziari e diritto societario, si veda PRICEWATERHOUSECOOPERS (2007).

capitale di rischio. Ciò comporta effetti significativi sull'efficienza delle società quotate, in termini di reperimento delle risorse necessarie allo svolgimento della produzione, nonché sul grado di liquidità del mercato medesimo.

Quanto posto in evidenza ha condotto a ricercare strumenti atti a contenere tali fenomeni, al fine di favorire la crescita economica e le capacità competitive delle società quotate, mediante lo studio delle variabili in grado di incidere favorevolmente su tali aspetti, da un lato, e l'analisi delle *best practice* implementate dai differenti Paesi ad economia avanzata dall'altro. Le osservazioni così condotte hanno posto in evidenza il ruolo cruciale rivestito dal sistema di *corporate governance* quale insieme di regole ed istituti idonei al contenimento delle distorsioni connaturate alla delega delle prerogative di governo. La condivisione di criteri inerenti ripartizione di diritti, doveri e responsabilità e di principi di comportamento improntati a trasparenza e correttezza, unitamente all'introduzione di efficaci meccanismi di supervisione dell'operato di amministratori e *blockholder*, riduce le possibilità di comportamenti opportunistici e si pone quindi a tutela degli interessi delle minoranze.

In siffatta prospettiva la comunicazione economico-finanziaria costituisce un elemento di primaria importanza, incidendo in primo luogo sulla misura dell'asimmetria informativa e secondariamente sull'immagine di affidabilità delle imprese. L'attuazione di valide pratiche di *disclosure*, nel divulgare agli *stakeholder* i dati relativi all'andamento gestionale, permette loro una conoscenza maggiormente approfondita degli accadimenti afferenti l'azienda, riducendone il divario informativo legato alla posizione di *outsider* rispetto a quest'ultima. L'attitudine a rendere pubblici notizie e dati significativi, inoltre, si riflette sulla percezione dell'impresa da parte del pubblico degli interlocutori, promuovendo un'immagine di credibilità necessaria alla creazione del consenso e del rapporto di fiducia fondamentali nel processo valutativo antecedente le scelte di investimento.

L'insieme delle osservazioni brevemente sintetizzate ha stimolato emittenti, associazioni di categoria e pubblici poteri, tra cui la stessa Unione Europea nella veste di autorità sovranazionale, in ordine alla formulazione e alla successiva introduzione di regole e prassi allineate con le esigenze descritte, con l'esplicito obiettivo di pervenire a condizioni operative conformi alle necessità emerse nei mercati internazionali. In

particolare, gli interventi predisposti in ambito normativo si sono resi necessari, al duplice fine di garantire standard minimi di trasparenza da parte delle società quotate e più intensi gradi di protezione degli *stakeholder*, correlati alla natura impositiva di tali provvedimenti ed ai relativi meccanismi di *enforcement*.

Entrando nel merito dell'azione condotta dall'Unione, è opportuno precisare in via introduttiva come tale attività sia stata progettata nel rispetto dei principi di sussidiarietà e proporzionalità sanciti nel Trattato di Maastricht²³². Nello specifico, con il primo è stabilito che l'UE può intervenire, nei settori non rientranti nella propria esclusiva competenza, solo nei casi in cui ne sia giustificata l'ingerenza in relazione alla portata degli scopi perseguiti e all'impossibilità per gli Stati di raggiungerli efficacemente a livello individuale.

Atti normativi	Ambito
Dir. 2007/36/CE: esercizio dei diritti degli azionisti di emittenti quotati	Dir. Soc.
Dir. 2006/46: modificativa di IV e VII direttiva (conti annuali e consolidati)	Dir. Soc.
Dir. 2006/43/CE: revisioni legali dei conti	Dir. Soc.
Dir. 2005/56/CE: fusioni transfrontaliere	Dir. Soc.
Dir. 2004/109/CE: trasparenza	PASF
Dir. 2004/39/CE: mercati degli strumenti finanziari (MiFID)	PASF
Dir. 2004/25/CE: Offerte Pubbliche di Acquisto (OPA)	Dir. Soc.
Reg. (CE) 1435/2003: Statuto Società Cooperativa Europea (SCE)	Dir. Soc.
Dir. 2003/71: prospetti	PASF
Dir. 2003/58: modificativa della I Direttiva (requisiti di pubblicità)	Dir. Soc.
Dir. 2003/48: tassazione dei redditi da risparmio	PASF
Dir. 2003/6: abusi di mercato	PASF
Reg. 1606/2002: principi contabili internazionali	Dir. Soc.e PASF
Reg. 2157: statuto Società Europea (SE)	Dir. Soc.e PASF

Tabella 4.1 Principali interventi dell'Unione Europea in materia di diritto delle Società e disciplina dei mercati finanziari.

²³² COMMISSIONE EUROPEA (1998).

In base al principio di sussidiarietà, invece, i contenuti e le modalità dei provvedimenti elaborati a livello comunitario devono essere limitati a quanto necessario al raggiungimento degli obiettivi stabiliti dalla costituzione, non eccedendo tale limite nel rispetto dell'autonomia accordata ai singoli Paesi. L'insieme delle previsioni in discussione si caratterizza, in tale ottica, per l'imposizione dei soli principi di carattere generale, le cui concrete modalità di applicazione sono lasciate alla scelta discrezionale dei singoli governi.

Si è visto come la consapevolezza che la condivisione di una moneta unica di per sé non rappresentasse una condizione sufficiente all'integrazione dei mercati di capitali dei Paesi membri, abbia indotto la Comunità europea a individuare e formalizzare adeguate strategie rivolte a siffatto scopo. L'analisi conseguentemente effettuata si è conclusa con la pubblicazione della proposta di un *framework*²³³ per la disciplina dei servizi finanziari all'interno dell'UE, cui ha fatto seguito l'elaborazione del Piano d'Azione per i Servizi Finanziari (PASF)²³⁴ contenente le linee d'azione atte all'implementazione delle strategie così identificate²³⁵. Dall'osservazione di questi ultimi emerge come il processo di costruzione di un mercato finanziario unico appaia orientato a due ordini di finalità, rinvenibili nell'accrescimento delle capacità competitive da un lato e nell'incremento occupazionale dall'altro. L'attenta riflessione sugli obiettivi menzionati, anche alla luce della normativa comunitaria nel seguito del capitolo dettagliata, solleva la questione dell'effettivo significato ad essi attribuito all'interno dell'azione UE. In particolar modo, l'esame della disciplina

²³³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (1998) Pare opportuno ricordare che all'interno del documento in discussione è stata rilevata la necessità di rendere maggiormente snello ed efficace il processo di elaborazione e implementazione degli interventi, cosa che ha condotto all'ideazione ed alla successiva introduzione della cosiddetta procedura "Lamfalussy", caratterizzata da un procedimento di regolamentazione articolato su quattro livelli legislativi che, rispettivamente, coinvolgono Parlamento Europeo e Consiglio Europeo in merito alla definizione dei principi quadro; Commissione Europea e comitati di livello per quanto attiene le misure tecniche volte all'implementazione dei principi quadro; i comitati di terzo livello; la Commissione e gli Stati membri per l'applicazione delle misure elaborate ai livelli precedenti. Cfr. WINTER, J. W. ET AL. (2002a).

²³⁴ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (1999a). Accanto a tale documento si segnalano, inoltre, le sei relazioni semestrali (e la relazione finale) della Commissione relative ai progressi realizzati nell'implementazione del Piano d'Azione: COMMISSIONE EUROPEA (1999b), (2000a), (2000b), (2001a), (2001b), (2002a), (2003b).

²³⁵ Gli obiettivi primari del PASF sono indicati nel successivo Libro Verde come: "concorrenza transfrontaliera, accesso al mercato, maggiore trasparenza, integrità del mercato, stabilità finanziaria ed efficienza". Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2005).

introdotta per le offerte pubbliche di acquisto così come per le fusioni transfrontaliere induce ad interpretare lo scopo dell'intensificazione della competitività non come un obiettivo di crescita delle imprese attraverso la protezione giuridica degli assetti proprietari, bensì come l'intento di rafforzare il mercato stesso ed il suo corretto funzionamento, attraverso la garanzia della contendibilità delle imprese. In tale accezione deve essere letto il complesso dei provvedimenti orientati all'agevolazione delle operazioni transfrontaliere, nell'ottica di un'intensificazione della compravendita di strumenti finanziari in un contesto paneuropeo, in misura tale da favorire lo sviluppo e l'affermazione in ambito internazionale dell'integrata economia europea.

Quanto sopra ha condotto all'implementazione di una serie di interventi relativi a:

- sviluppare un apparato legislativo adeguato al contesto internazionale,
- eliminare le residue cause di frammentazione del mercato, in vista della minimizzazione del costo del capitale;
- estendere i vantaggi derivanti da un unico mercato sia agli emittenti di strumenti finanziari, sia a coloro che ne fanno domanda;
- favorire una maggiore cooperazione tra le Autorità di vigilanza nazionali;
- promuovere l'affermazione di infrastrutture integrate a livello comunitario;
- ridurre le barriere legate alla persistenza di differenti regimi fiscali.

Le misure suelencate rappresentano le precondizioni indispensabili all'effettività delle operazioni transfrontaliere e dei benefici dalle stesse traibili. Nella prospettiva delineata, l'Unione Europea ne interpreta l'allargamento dei confini quale fattore che, attraverso la riduzione dei costi connessi al reperimento dei capitali, sia in grado di consentire l'efficiente allocazione delle risorse considerato che *"...la frammentazione, insieme alle distorsioni in altri ambiti dei sistemi finanziario e di governance, significa che i mercati dei capitali in molti Stati sono significativamente sottosviluppati. Ciò comporta pesanti prezzi. Alcuni meccanismi di finanziamento, come l'emissione di azioni e obbligazioni, non sono abbastanza utilizzati dalle società in molti Paesi dell'Unione"*²³⁶.

²³⁶ COMMISSIONE EUROPEA, (1998: 9).

Il processo di armonizzazione intrapreso dall'UE, secondo le priorità espresse nel Piano d'Azione, è stato dunque indirizzato alla rimozione degli ostacoli ancora esistenti da un punto di vista sia strutturale, sia infrastrutturale a livello degli Stati membri, nei tre differenti ambiti dati da mercato all'ingrosso e al dettaglio dei servizi finanziari e dagli organismi deputati alla vigilanza. Se, infatti, per quanto attiene il primo, valgono le considerazioni dianzi evidenziate in merito alla definizione di un *corpus* di norme condivise – ivi compresa quelle inerenti la redazione degli *annual report*²³⁷ – nonché all'agevolazione delle operazioni effettuate a livello comunitario²³⁸, ad esempio attraverso il principio del mutuo riconoscimento, ulteriori misure sono necessarie laddove si riguardi il mercato al dettaglio. La presenza in esso dei piccoli azionisti pone infatti in primo piano le problematiche riguardanti la ricerca di un bilanciamento²³⁹ tra il perseguimento di superiori capacità competitive in termini complessivi e il mantenimento di adeguati livelli di protezione delle minoranze, nella consapevolezza che *“il commercio transfrontaliero potrà fiorire solo se i consumatori nutrono fiducia nell'integrità dei servizi offerti e nei metodi di vendita delle imprese”*²⁴⁰. La percezione dell'affidabilità degli emittenti da parte degli attori del mercato costituisce anche per l'UE una condizione imprescindibile per la creazione di valore ed il funzionamento dei mercati²⁴¹. Tale circostanza ha spinto l'azione comunitaria nella direzione di interventi intesi congiuntamente a semplificare la

²³⁷ Cfr. Reg. 1602/2002/CE, relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali.

²³⁸ Rispondono all'esigenza di attenuare le barriere costituite dalle differenti disposizioni normative ed agevolare per tale via lo svolgimento delle operazioni transfrontaliere, la direttiva relativa ai prospetti di quotazione (2003/71/CE) e quella inerente le fusioni transfrontaliere (2005/56/CE). Queste, infatti, stabilendo il contenuto minimo dei documenti obbligatori in tali casi, consentono alle imprese di svolgere la propria attività anche oltre i confini nazionali incontrando minori ostacoli. In particolare, la direttiva volta alla disciplina dei prospetti, introducendo il principio del mutuo riconoscimento attua la realizzazione di un passaporto unico per le società quotate.

²³⁹ *“... la necessità di assicurare un alto livello di protezione degli investitori dovrebbe essere proporzionata e non utilizzata come scusa per ostacolare il commercio transfrontaliero. Altrimenti, i benefici connessi all'ampliamento delle scelte di investimento e la prospettiva di effettivi risparmi sarebbero vanificati”*. COMMISSIONE EUROPEA (1998: 14).

²⁴⁰ COMMISSIONE EUROPEA (1999a: 9).

²⁴¹ *“Assicurare una tutela efficace e proporzionata degli azionisti e dei terzi deve essere al centro di qualsiasi politica in materia di diritto delle società. L'esistenza di un valido quadro normativo per la tutela degli azionisti e dei terzi, in grado di garantire un'elevata fiducia nelle relazioni commerciali, è una condizione indispensabile per garantire l'efficienza e la competitività delle imprese”*. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2003a: 284).

partecipazione al mercato degli investitori individuali e a garantirne alti standard di tutela, mediante il rafforzamento della trasparenza societaria, il perfezionamento dei sistemi di pagamento internazionali ed il ricorso alle nuove tecnologie per lo sviluppo dell'*e-commerce* e dell'informativa societaria.

Attinente alla salvaguardia degli interessi degli azionisti di minoranza è inoltre il terzo settore oggetto del Piano d'Azione, relativo agli organismi di vigilanza. A riguardo di questi ultimi, la realizzazione di un mercato unico dei capitali ha postulato un'intensificazione del coordinamento tra tali istituzioni, in ordine allo scambio delle informazioni necessarie all'esercizio delle funzioni di vigilanza su emittenti la cui sede legale è stabilita in altri Paesi membri. Lo sviluppo ed il consolidamento di atteggiamenti collaborativi assume in siffatta prospettiva un notevole rilievo in termini di corretto funzionamento ed efficienza del mercato medesimo²⁴².

Il *framework* e il Piano d'Azione per i Servizi Finanziari, ed il successivo Libro Verde sulle politiche in materia di servizi finanziari²⁴³, in virtù della natura programmatica ad essi propria consentono di comprendere la prospettiva assunta dall'ordinamento comunitario nell'attività di regolamentazione della materia, in rapporto agli scopi perseguiti, al modello di mercato dei capitali di riferimento e agli interessi ritenuti primari nello svolgimento dell'attività aziendale. I documenti descritti, unitamente ad altri di analoga natura nel seguito menzionati, consentono di ricondurre l'insieme dei provvedimenti ad un quadro chiaro e coerente sviluppato nell'alveo dei principi di fondo dell'Unione. Il diritto di stabilimento sancito dal Trattato istitutivo della Comunità Europea, la sussidiarietà e la proporzionalità delineano infatti i margini entro i quali si esplicano gli interventi dell'UE, in un progressivo contenimento della produzione di nuovi atti legislativi e nella tendenza al rafforzamento delle disposizioni già emanate, mediante un processo di coinvolgimento dei partecipanti al mercato, a fini consultivi secondo quanto definito dal Libro Verde²⁴⁴. Nel contesto osservato si collocano le misure in tema di mercato

²⁴² "La reciproca fiducia nell'efficacia della supervisione e della regolamentazione dei mercati finanziari da parte degli Stati membri... è l'ingrediente chiave per una vigilanza transfrontaliera di successo". Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (1999a: 14).

²⁴³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2005).

²⁴⁴ La Commissione Europea rende noto, infatti, all'interno del Libro Verde, l'avvio della seconda fase dell'azione comunitaria in materia di servizi finanziari, precisando che essa è "incentrata su

dei capitali, finalizzate al rafforzamento del peso dell'Unione in ambito internazionale. Tale risultato è ricercato mediante l'incremento della competitività delle imprese e dell'occupazione, garantendo al contempo l'efficacia dei meccanismi di tutela per le categorie di investitori più deboli, nella consapevolezza del ruolo essenziale svolto dal rapporto fiduciario nel raggiungimento dell'efficienza.

Quanto osservato sembra indicare un'affinità tra le politiche europee e le enunciazioni teoriche trattate in precedenza, in merito alla correlazione positiva esistente tra istituti giuridici, trasparenza delle imprese, sistemi di *governance* e solidità e grado di sviluppo dei mercati finanziari. L'insieme delle misure concertate e predisposte nel corso dell'ultimo decennio sottolinea l'attenzione da parte dell'Unione nei riguardi dell'individuazione di un equilibrio tra i differenti fattori idonei ad incidere favorevolmente sul commercio transfrontaliero di servizi finanziari, nel tentativo di implementare meccanismi supportivi e complementari rispetto a quelli posti in essere dai singoli Stati membri e tali da integrare le esigenze di allargamento oltrefrontiera dell'attività di impresa con quelle di una regolamentazione atta a garantire lo svolgimento ordinato e corretto degli scambi. Le premesse a tale complesso di interventi risiedono nel temperamento tra la sovranità dei Paesi della Comunità e la necessità di una regolamentazione sovraordinata atta a garantire standard minimi di armonizzazione nell'eliminazione degli ostacoli alle operazioni transfrontaliere da un lato e nell'introduzione di strumenti intesi ad agevolare le stesse.

In conformità allo scenario illustrato, i diversi provvedimenti adottati si sviluppano all'interno di un'impostazione logica coerente con quanto detto, attraverso la statuizione di regole di funzionamento del mercato, l'individuazione dei soggetti cui indirizzare le diverse forme di tutela convenute, l'approntamento di modelli di governo societario e di *disclosure* che in misura complementare consentano il perseguimento delle finalità preliminarmente individuate. L'approfondimento degli aspetti ora ricordati si pone dunque come momento fondante l'analisi, permettendo di mettere a fuoco i principi che permeano le iniziative dell'Unione

priorità molto diverse: consolidare la legislazione esistente con poche, nuove iniziative; assicurare l'effettivo recepimento delle norme europee nelle normative nazionali e la loro più rigorosa messa in applicazione da parte delle autorità di vigilanza; assicurare una valutazione permanente ex-post...". Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2005: 4).

Europea in ordine alla modernizzazione del contesto economico comunitario.

4.2. GLI INTERESSI MERITEVOLI DI TUTELA NEL QUADRO D'AZIONE COMUNITARIO

Come accennato, nella ricerca dei principi informatori, di natura economico-aziendale, individuabili attraverso l'analisi dell'impianto giuridico elaborato dall'Unione Europea, un primo elemento chiarificatore può essere rinvenuto nell'identificazione delle attese considerate di primaria rilevanza tra quelle convergenti nell'azienda. L'individuazione degli interessi ritenuti meritevoli di protezione all'interno di un ordinamento si correla strettamente, secondo quanto visto, all'accezione di soggetto economico condivisa e prevalente nel medesimo. La comprensione di quest'aspetto rende maggiormente comprensibile e manifesto l'atteggiamento di base assunto rapporto alla realtà di impresa, poiché il riconoscimento delle istanze tutelate dal diritto comunitario si rivela un fattore atto a porre in evidenza l'approccio concettuale fondante gli interventi adottati, in termini di principi informatori dell'architettura normativa.

Il soggetto economico, qualificandosi come individuo o insieme di individui nel cui prevalente interesse l'azienda è amministrata, incide sull'insieme di regole approntate nei diversi ambiti della *corporate governance*, dell'informativa economico-finanziaria e della trasparenza societaria intesa in senso più ampio, in relazione alle esigenze di salvaguardia avvertite all'interno del contesto operativo.

L'esame dei documenti programmatici e degli atti giuridici emanati dall'Unione Europea consente di estrapolare una peculiare attenzione rivolta ad alcune classi di *stakeholder*, modulata secondo differenti gradi di intensità, schematizzabili nel modo seguente:

- azionisti individuali;
- creditori;
- lavoratori dipendenti;
- collettività.

Una prima considerazione in merito ai soggetti suelencati conduce ad una riflessione circa la posizione da loro occupata in rapporto allo svolgimento dell'attività d'azienda e al potere contrattuale che da essa discende. Si tratta, infatti, di categorie di individui la cui economia si configura come strettamente correlata agli accadimenti di impresa nonché al processo decisionale attuato dal *management* e agli ambiti di discrezionalità a questo disponibili nell'esercizio dei propri poteri. In particolare, per ognuna delle tipologie di *stakeholder* menzionate si pongono problematiche relative alle possibilità concrete di ingerenza nel processo gestionale e di raccolta delle informazioni essenziali all'effettuazione di scelte consapevoli e calibrate. La comprensione della potenziale condizione di debolezza di tali interlocutori sociali conduce alla centralità delle tematiche inerenti i presidi loro offerti dal sistema normativo e giudiziario.

In merito agli azionisti minoritari, il carattere basilare dei meccanismi di tutela ad essi accordati presenta una dimensione trasversale ai differenti interventi attuati a livello comunitario. Nelle comunicazioni rese pubbliche dalla Commissione Europea in merito alla pianificazione delle attività indirizzate a mercati finanziari e diritto societario, le minoranze occupano un ruolo predominante, in ragione della partecipazione al rischio di impresa attraverso il possesso di quote del capitale sociale. A tale proposito, il Gruppo di Alto Livello costituito da esperti in diritto societario ha affermato, all'interno di una relazione alla Commissione, che *"la proporzionalità tra il rischio economico e controllo significa che i possessori dei titoli dotati di diritti illimitati a partecipare dei profitti dell'impresa..., con esclusivo riferimento a quella tipologia di titoli, dovrebbero normalmente disporre di diritti di controllo"*²⁴⁵. Ciò pone dunque in evidenza il fondamento concettuale adottato in ambito comunitario in merito all'approccio riservato alle questioni inerenti i piccoli azionisti. Questi, infatti, necessitano di garanzie relative all'operato degli amministratori per la realizzazione delle proprie attività di investimento e si qualificano quali portatori di interessi primari in ragione delle risorse finanziarie apportate. La predominanza delle istanze ad essi proprie è giustificata inoltre dalla considerazione che le stesse, essendo orientate al conseguimento della

²⁴⁵ Cfr. WINTER ET AL. (2002a: 21).

creazione di valore da parte dell'azienda, risultano allineate con gli interessi delle altre classi di *stakeholder*²⁴⁶.

La crucialità delle attese dei piccoli azionisti nell'ambito delle misure introdotte dall'UE risulta maggiormente intensa nella disciplina rivolta alle società quotate, per le quali sono previste disposizioni maggiormente dettagliate e severe, in ragione dell'ampiezza del pubblico di investitori, correlata al ricorso al mercato azionario, laddove le aziende di minori dimensioni e costituite secondo una differente forma giuridica rendono possibili interventi meno pervasivi²⁴⁷. In linea con quanto detto, le iniziative comunitarie rivolte a tale materia costituiscono parte integrante delle disposizioni introdotte in entrambi gli ambiti di azione tangenti alla disciplina degli emittenti. La definizione di un chiaro quadro giuridico per questi ultimi è stata infatti indirizzata nella duplice direzione della regolamentazione dei servizi finanziari, da un lato, e dell'aggiornamento e sistematizzazione del diritto societario, dall'altro. In particolare, aspetti inerenti la protezione degli azionisti minoritari si rinvengono primariamente nella direttiva predisposta *ad hoc* nel 2007 per quanto riguarda i possessori di titoli degli emittenti quotati²⁴⁸, come sarà descritto nel prosieguo, nelle previsioni relative a trasparenza e meccanismi di governo societario e comunicazione economico finanziaria²⁴⁹. In tale ottica devono essere interpretate le norme inerenti obblighi di pubblicità nelle operazioni transfrontaliere di fusione, contenuti minimi dei prospetti,

²⁴⁶ "Gli azionisti sono focalizzati sulla creazione di valore e perciò... si rivelano particolarmente adatti a svolgere un'attività di indirizzo non solo nel proprio interesse, ma anche, in circostanze normali, nell'interesse degli altri stakeholder". Cfr. WINTER ET AL. (2002b: 47).

²⁴⁷ "È necessario operare una corretta distinzione tra categorie di società. È infatti auspicabile un quadro più rigoroso per le società quotate e per le società che fanno ricorso al pubblico risparmio. Tali società dovrebbero essere soggette ad un certo numero di norme dettagliate appropriate, con particolare riferimento alla pubblicità delle informazioni. Per quanto riguarda le altre società, le iniziative in materia di regolamentazione dovrebbero tenere conto sia della loro forma giuridica, sia delle loro dimensioni, consentendo un quadro più flessibile per le PMI...". Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2003a: 8).

²⁴⁸ La direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti delle società quotate definisce con chiarezza i diritti in capo a tali soggetti nell'ambito dell'assemblea generale per quanto attiene una varietà di aspetti rilevanti, tra cui la parità di trattamento, l'esercizio delle deleghe di voto, la partecipazione alle sedute tramite mezzi elettronici, i diritti di *voice*.

²⁴⁹ "Informazione e disclosure rappresentano un'area in cui il diritto societario e la regolamentazione dei mercati finanziari si affiancano. Costituisce un elemento chiave della regolamentazione degli strumenti finanziari in generale, per assicurare che gli attori del mercato abbiano informazioni sufficienti per partecipare alle transazioni in modo consapevole. Laddove lo strumento finanziario considerato sia una quota azionaria, l'informativa richiesta nell'ambito della regolamentazione medesima si sovrappone a quella dovuta in base al diritto societario". Cfr. EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM WORKING GROUP (2007: 34).

nonché la revisione dei provvedimenti sull'abuso di mercato²⁵⁰. Interessante, a tale riguardo, è lo studio commissionato al Forum Europeo per la *Corporate Governance* in merito al rispetto e alle conseguenze in termini di governo societario dell'applicazione del principio di proporzionalità "un'azione-un voto" nei differenti stati membri²⁵¹, al fine di stabilire l'urgenza o meno di un intervento normativo di tale fattispecie. Le conclusioni in esso espresse sembrano confermare, ancora una volta, l'intento di garantire un bilanciamento tra libertà di azione per le imprese e diritti in capo ai conferenti di capitale.

Una distinzione deve però essere fatta tra azionisti individuali e investitori istituzionali, in quanto le misure adottate dall'Unione Europea nei confronti di questi ultimi ne comprendono l'identificazione di responsabilità e doveri di natura informativa nei riguardi sia dei beneficiari, sia delle aziende partecipate, essendo loro richiesto – ad esempio – di rendere esplicita le proprie politiche di investimento e di utilizzo dei diritti di voto associati alle azioni detenute. Ciò pare porsi in linea con gli obiettivi fin'ora enunciati per quanto attiene la ricerca di un punto di equilibrio tra crescita economica e regime di tutela degli interessi convergenti nelle imprese, poiché la divulgazione di siffatte notizie da parte degli operatori professionali, se in primo luogo consegue l'effetto di un superiore grado di attivismo da parte di questi ultimi, nondimeno permette di salvaguardare in una certa misura i beneficiari medesimi dagli eventuali conflitti di interesse²⁵².

Disposizioni affini a quelle previste per gli azionisti si riscontrano per un'altra classe di *stakeholder*, i creditori. Questi ultimi rivestono un differente ruolo nei confronti delle imprese con cui si rapportano in relazione alla forza contrattuale posseduta, alla quale si commisura la capacità di influenzare l'operato del *management*. Ciononostante quest'ultima categoria si connota per il peso detenuto all'interno dei mercati dei finanziari e in particolare nello svolgimento dell'attività

²⁵⁰ Dir. 2003/6/CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato).

²⁵¹ Cfr. EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM WORKING GROUP (2007).

²⁵² "Esistono ... in merito alla potenzialità di un conflitto di interesse per coloro che gestiscono gli investimenti in luogo dei beneficiari, con riferimento sia alle società in cui effettuano gli investimenti, sia ai i propri schemi interni di retribuzione. Questa potenzialità di conflitto giustifica, come aspetto di corretta prassi di governance degli investitori istituzionali, la previsione in capo ai beneficiari della legittimazione a conoscerne le politiche inerenti le scelte di investimento e l'esercizio dei diritti correlati". EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM WORKING GROUP (2007: 56).

aziendale. L'estrema rilevanza riconosciuta a tali soggetti si manifesta principalmente in riferimento alle pratiche di *disclosure* e di trasparenza informativa²⁵³, in relazione ai dati economico-finanziari essenziali alla realizzazione delle operazioni di finanziamento ed alla loro valutazione nel corso del tempo, nonché al sistema di garanzie predisposte per gli stessi, fondato sulla disciplina attinente costituzione e conservazione del capitale sociale, come definito nella seconda direttiva²⁵⁴ in materia di diritto societario. Al riguardo, è in atto una revisione della normativa in oggetto, al fine di ridurre gli obblighi in capo alle imprese e rendere loro più agevole ed immediata la reazione agli sviluppi del mercato, sviluppata però in modo tale da non ridurre le tutele previste per soci e creditori²⁵⁵. La proposta di direttiva riconosce infatti che "...a determinate condizioni, i creditori devono poter ricorrere al giudice o all'autorità amministrativa quando venga compromesso l'esercizio dei loro diritti a seguito della riduzione del capitale...in modo da potenziare la tutela standardizzata dei creditori in tutti gli Stati membri"²⁵⁶. Previsioni coerenti con l'intento qui evidenziato si rinvencono nelle direttive sulle offerte pubbliche di acquisto (OPA)²⁵⁷ e sulle fusioni transfrontaliere²⁵⁸, al fine di garantire i creditori medesimi delle società coinvolte in tali operazioni di natura straordinaria

All'interno della normativa appena menzionata emerge l'attenzione rivolta dall'Unione Europea nei confronti dei lavoratori, quale tipologia di *stakeholder* cui sono rivolte specifiche tutele in considerazione dello stretto legame intercorrente tra questi e l'azienda presso cui sono impiegati. Ciò ha indotto ad inserire nella regolamentazione disposizioni *ad hoc*

²⁵³ A tale riguardo, il rapporto del Forum Europeo sulla Corporate Governance riporta la necessità di una "maggiore informazione agli azionisti e ai creditori, in particolare modo in relazione alle strutture e alle pratiche di governance, inclusa quella attinente la remunerazione degli amministratori". EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM WORKING GROUP (2007: 43).

²⁵⁴ Dir. 77/91/CE relativa alla costituzione delle società per azioni e la salvaguardia e la modificazione del loro capitale sociale.

²⁵⁵ In merito a tale aspetto la citata COM(2003)284 propone un regime alternativo in cui la protezione dei creditori sia conseguita mediante l'effettuazione di test di solvibilità preventivi ad operazioni quali il pagamento dei dividendi o altre tipologie di distribuzione. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2003a: 19).

²⁵⁶ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2004b).

²⁵⁷ Dir. 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto. In merito a tale direttiva, si veda RIELA (2003).

²⁵⁸ "Le disposizioni e le formalità ... riguardano in particolare il processo decisionale relativo alla fusione e, tenuto conto del carattere transfrontaliero della fusione, la protezione dei creditori delle società che partecipano alla fusione, degli obbligazionisti e dei possessori di titoli o quote...". Dir. 2005/56/CE relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali, art. 4, punto 1b).

finalizzate ad offrire loro peculiari presidi in riferimento alle operazioni atte a modificare l'assetto organizzativo delle imprese, ivi inclusi i livelli occupazionali, in ordine alla diffusione delle informazioni rilevanti a tale proposito²⁵⁹. A titolo di esempio, la direttiva inerente i *takeover*²⁶⁰, prevede che una volta resa pubblica l'offerta di acquisto, essa sia in via immediata comunicata ai rappresentanti dei lavoratori, se presenti, o ai lavoratori stessi, insieme all'obbligo di rendere loro noto il parere motivato dell'organo amministrativo in merito agli esiti dell'operazione medesima, compreso quello inerente “[gli] effetti che il suo eventuale successo avrà su tutti gli interessi della società, compresa l'occupazione e i piani strategici dell'offerente per la società emittente e le loro ripercussioni probabili sull'occupazione ed i siti di lavoro indicati nel documento di offerta.”²⁶¹ Dalla lettura di tali disposizioni si evince come l'intento dell'UE ad esse sotteso derivi dalla consapevolezza delle potenziali problematiche insite nell'incremento della mobilità causato dall'allargamento dei mercati finanziari e reali a livello comunitario²⁶².

Un aspetto significativo in merito alle politiche europee relative alle attese dei lavoratori ed alla rilevanza riconosciuta ai diritti degli stessi, è costituito dall'introduzione di meccanismi di partecipazione indiretta al governo delle società. Tali aspetti sono definiti da due direttive finalizzate a stabilire da un lato il diritto all'informativa transfrontaliera ed alla consultazione, dall'altro, la conservazione dei preesistenti diritti afferenti tale ambito²⁶³. Il coinvolgimento dei dipendenti nella *governance* delle

²⁵⁹ Analoghe disposizioni in merito alle tutele riservate ai lavoratori dipendenti si rinvencono, ad esempio, nelle direttive inerenti le fusioni transfrontaliere, nonché nei regolamenti attinenti gli statuti della Società Europea – Reg. (CE) n. 2157/2001 – e della Società Cooperativa Europea – Reg. (CE) n. 1435/2003 – negli articoli relativi alla costituzione delle stesse tramite operazioni di fusione.

²⁶⁰ Giova ricordare che la direttiva inerente i *takeover* è la già citata direttiva sulle OPA, 2004/25/CE.

²⁶¹ Dir. 2004/25/CE, art. 9, punto 5.

²⁶² “Non si può prescindere, nel modello europeo, dalla considerazione dei diritti dei lavoratori che sono, tra l'altro, creditori particolarmente qualificati dell'impresa. Vi è la preoccupazione che la mobilità dell'impresa possa prestarsi ad abbassare la soglia di tutela di questi ultimi, anche nel caso in cui sia prevista la loro partecipazione, in qualche forma, al governo societario. Occorre di conseguenza mantenere almeno gli standard minimi previsti nella normativa comunitaria in materia di partecipazione dei lavoratori”. COMMITTEE ON LEGAL AFFAIRS AND THE INTERNAL MARKET (2004: 13).

²⁶³ Le direttive menzionate sono la Dir. 94/45/CE, riguardante l'istituzione di un Comitato aziendale europeo o di una procedura per l'informazione e la consultazione dei lavoratori nelle imprese e nei gruppi di imprese di dimensioni comunitarie, e la direttiva sulle fusioni transfrontaliere. Cfr. P6_TA(2007)0023: “*Risoluzione del Parlamento europeo recante raccomandazioni alla Commissione sullo statuto della società privata europea*”.

aziende, oltre ad essere espressamente tutelato, laddove preesistente, in particolari circostanze gestionali²⁶⁴, è anche specificatamente previsto dalla normativa emanata in merito allo statuto della società europea (SE)²⁶⁵ e della società privata europea²⁶⁶. In particolare, l'Unione stabilisce che in tali forme giuridiche sia predisposta la partecipazione dei lavoratori stessi all'attività di vigilanza e di sviluppo delle strategie societarie, secondo differenti possibili modelli di attuazione, accomunati però dal principio della cooperazione dell'organo di rappresentanza con quelli di amministrazione e supervisione interni all'impresa²⁶⁷.

Un'ultima categoria soggetti cui è dedicata l'attenzione della Comunità Europea nella pianificazione dell'attività di regolamentazione è rappresentata dalla collettività. La diffusione tra le imprese di prassi rivolte alla comunicazione delle strategie di responsabilità sociale implementate all'interno della gestione, ha posto in evidenza le istanze provenienti dal pubblico degli *stakeholder* in relazione ai temi di matrice socio-ambientale. Ciò ha posto in primo piano la rilevanza del rispetto di determinati standard di comportamento da parte delle aziende in rapporto a tali ambiti, inducendo le Autorità europee ad esaminare le problematiche ad essi inerenti, in base ad una concezione degli stessi come strumenti orientati alla crescita del mercato ed al consolidamento dell'Unione nel panorama economico internazionale²⁶⁸.

²⁶⁴ Si intende, qui, fare riferimento alle disposizioni volte a garantire, in caso di trasformazioni concorrenti nelle società, il mantenimento delle forme di partecipazione e codeterminazione dei lavoratori in esse preesistenti. A tale riguardo si riscontrano previsioni in diversi atti normativi, quali le direttive sulle OPA e sulle fusioni transfrontaliere, ed i regolamenti istitutivi di Società Europea e Società Cooperativa Europea.

²⁶⁵ In merito all'istituzione della società europea, si distinguono due differenti atti normativi: il primo è il Reg. (CE) n. 2157/2001 relativo allo statuto della Società Europea (SE); il secondo è dato dalla Dir. 2001/86/CE che completa lo statuto della Società Europea per quanto riguarda il coinvolgimento dei lavoratori.

²⁶⁶ In merito allo statuto della Società privata europea, esso è ancora in via di definizione. Nondimeno, le proposte effettuate in proposito prevedono l'inserimento in esso di principi inerenti la partecipazione dei lavoratori. *"In merito alla partecipazione dei dipendenti agli organi di governo della società, la soluzione adottata per le SE non sarà adattata alle SPE, poiché si presenta troppo pesante e complessa. Si pone la necessità di un approccio realistico e pragmatico, volto a conservare i diritti acquisiti evitando al contempo un sistema eccessivamente articolato"*. WINTER ET AL. (2002b: 116).

²⁶⁷ *"...La stessa disposizione vale per la cooperazione tra l'organo di vigilanza o di amministrazione della SE e i rappresentanti dei lavoratori, nell'ambito della procedura per l'informazione e la consultazione di questi ultimi"*. Dir. 2001/86/CE, art. 9, punto 2.

²⁶⁸ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2005: 3).

A tale fine è stato avviato un processo di concertazione coinvolgente le differenti tipologie di interlocutori sociali, allo scopo di pervenire ad un'uniformazione delle diverse prassi di *corporate social responsibility* affermatesi nei Paesi membri, in considerazione dell'importanza interna ed esterna che tale materia assume in rapporto alle molteplici istanze convergenti nelle società quotate. Le misure inerenti la rendicontazione sociale elaborata da queste ultime deriva infatti dalla consapevolezza che le stesse hanno del fatto che *“la responsabilità sociale può rivestire un valore economico diretto.”* Ciò in quanto *“anche se la loro responsabilità principale è quella di generare profitti, le imprese possono al tempo stesso contribuire ad obiettivi sociali e alla tutela dell'ambiente, integrando la responsabilità sociale come investimento strategico nel quadro della propria strategia commerciale, nei loro strumenti di gestione e nelle loro operazioni”*²⁶⁹

Quanto emerso dall'analisi dei soggetti considerati preminenti in ordine allo svolgimento dell'attività dell'azienda e dei mercati dei capitali consente di chiarire l'impostazione che l'Unione sembra manifestare nel definire le proprie linee d'azione per ciò che attiene il diritto societario e la regolamentazione degli scambi di servizi finanziari. Dall'identificazione degli interessi maggiormente tutelati, infatti, discendono la propensione per determinati indirizzi attuativi, nonché la conseguente formulazione di articolati e coerenti provvedimenti. Una prima riflessione che scaturisce dall'esame di quanto visto sopra, risiede dalla considerazione di due delle categorie di soggetti ritenuti meritevoli di protezione, cioè azionisti e lavoratori. L'attenzione rivolta ad entrambi, infatti, richiama un'analogia relativa alla classificazione enucleata dalla dottrina economico-aziendale in merito ai fattori essenziali allo svolgimento dell'azienda, capitale e lavoro, in relazione ai quali è elaborata la definizione di soggetto economico e, pertanto, degli interessi istituzionali medesimi. Ciò pare mettere in luce un certo grado di affinità e vicinanza per quanto attiene i paradigmi condivisi in ambito comunitario ed i presupposti concettuali propri della dottrina italiana.

Ciò posto, in seguito all'analisi condotta nel presente paragrafo, sembra possibile affermare che l'orientamento comunitario si mostra conforme agli scopi enunciati all'interno dei piani d'azione elaborati in via preventiva. Dall'esame condotto emerge pertanto il rispetto dell'impegno programmatico nella direzione della creazione di un unico mercato di

²⁶⁹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2005: 4).

dimensione paneuropea in grado di imporsi nel contesto internazionale, attraverso l'agevolazione delle operazioni transfrontaliere, la protezione dei soggetti in posizione di debolezza e il perseguimento dell'integrazione nel rispetto dei principi di sussidiarietà e proporzionalità. I presupposti concettuali ora definiti si riflettono implicitamente, come si dirà in seguito, sull'architettura dell'impianto legislativo nei differenti ambiti oggetto di revisione e disciplina.

4.3. CORPORATE GOVERNANCE

Un ulteriore elemento significativo al fine della comprensione della concezione di azienda che informa l'attività di armonizzazione dell'Unione Europea risiede nella configurazione del sistema di *corporate governance*, così come si delinea attraverso l'analisi critica della normativa emanata in tema di diritto societario e degli studi avviati dalla Commissione allo scopo di verificare l'opportunità di procedere ad interventi di regolamentazione in tale ambito. Il sistema di governo si pone infatti quale insieme di regole e prassi applicate nelle imprese in ordine alla definizione dei meccanismi di attribuzione di poteri e responsabilità, all'identificazione degli interessi concorrenti nella gestione e dei diritti ad essi correlati ed all'implementazione di efficaci strumenti di verifica e controllo. Quanto appena osservato ne determina la rilevanza nel processo di individuazione dell'archetipo di impresa perseguito attraverso i provvedimenti comunitari. L'esame delle scelte legislative in merito alla concreta strutturazione della *governance* consente di porre in luce gli aspetti ritenuti di maggiore rilievo per il funzionamento efficiente dell'azienda, unitamente agli scopi perseguiti attraverso la ripartizione delle prerogative tra i diversi organi in essa operanti.

I provvedimenti adottati dall'UE, così come le conclusioni espresse in seguito agli approfondimenti da questa commissionati, riconducono la tematica in discussione agli obiettivi primari enunciati nel Piano d'Azione per i Servizi Finanziari, con particolare riguardo per quanto attiene la crescita del mercato unico e l'incremento delle capacità competitive²⁷⁰.

²⁷⁰ Tali finalità, secondo quanto affermato dal comitato incaricato di definire il *framework* per il diritto societario, hanno carattere primario, superiore anche a quelle inerenti la tutela degli interessi

Coerentemente a tale impostazione, uno dei fattori salienti dell'approccio comunitario al diritto societario ed agli aspetti esterni di *corporate governance* si individua nell'orientamento alla scelta per la contendibilità del controllo, ritenuto fattore essenziale all'allocazione efficiente delle risorse, poiché le scalate intraprese dalle società nei confronti di altre non solo consentono sinergie tra le imprese coinvolte, ma comportano benefici anche nel conferire ai soci la possibilità di cedere le proprie quote e nel disciplinare il *management* in direzione di una gestione più efficace e di *performance* più elevate²⁷¹. In una siffatta prospettiva si pone la direttiva sulle OPA che, attraverso la fissazione di obblighi in merito a presidio dei diritti delle minoranze e di regole chiare sulla neutralità del consiglio di amministrazione²⁷², introduce un'omogeneità di base nella disciplina dei *takeover* al fine di agevolarne l'attuazione.

In tale accezione, la concezione stessa delle pratiche di governo societario fornisce indicazioni sugli intenti perseguiti dall'Unione. Esso infatti è inteso quale sistema, le cui parti si pongono in legami di interdipendenza reciproca, conformemente all'interpretazione fornita dagli studi teorici condotti sull'argomento. Ciò vale anche per quanto riguarda il rapporto tra impianto giuridico comunitario e dei singoli Stati membri, per la qual cosa gli eventuali provvedimenti a livello europeo richiedono un'attenta valutazione preventiva. In particolare, l'analisi condotta a livello comunitario ha portato all'identificazione di tre ambiti di azione passibili di interventi uniformanti, rinvenibili nel rafforzamento dei diritti degli azionisti, con speciale riguardo per le minoranze,

rilevanti: "... ciò che il Gruppo ritiene essere il preminente obiettivo del diritto societario [è] fornire un quadro normativo per coloro che desiderano condurre le proprie attività in modo efficiente, nel modo che essi considerano più adatto per giungere al successo. Il diritto societario dovrebbe in primo luogo agevolare la conduzione di imprese efficienti e competitive. Ciò non significa ignorare che la protezione di investitori e creditori è parte integrante della disciplina delle società..". Cfr. WINTER ET AL. (2002a: 29).

²⁷¹ Cfr. WINTER ET AL. (2002a: 19).

²⁷² La direttiva sulle Offerte Pubbliche di Acquisto offre un chiaro esempio della concorrenza dei due ordini di finalità preposti agli interventi dell'Unione, in termini di libertà di stabilimento delle imprese e agevolazione delle operazioni transfrontaliere per lo sviluppo del mercato unico finanziario da un lato, e di protezione dei soggetti esterni più deboli dall'altro. A tale proposito, infatti, la normativa in esame prevede al contempo un'armonizzazione degli adempimenti in capo agli emittenti in caso di OPA e la possibilità per gli azionisti di esprimere la propria volontà mediante l'esercizio di diritti di *voice* all'interno dell'assemblea dei soci. In particolar modo, emerge dall'atto la valutazione positiva nei confronti dei *takeover* intesi quali strumenti atti a regolare il mercato per il controllo, come reso evidente dalla disciplina della neutralità del consiglio di amministrazione. Ciò inerisce, infatti, la subordinazione dell'attuazione di misure volte al contrasto dell'acquisizione alle decisioni assembleari.

nell'intensificazione dei compiti di vigilanza in capo agli amministratori non esecutivi e indipendenti e nella puntualizzazione dei compiti e dei requisiti degli organi di controllo interno. L'attenzione per tali aspetti, che verranno brevemente dettagliati nel prosieguo, denota il rilievo attribuito, pur se su un piano secondario, alla protezione dei soci minoritari attraverso i differenti meccanismi dianzi evidenziati. Le previsioni normative attinenti le prerogative riconosciute agli stessi, così come quelle rivolte al consolidamento delle funzioni di supervisione dell'operato dei *manager* convergono nella direzione di superiori livelli di garanzia e trasparenza offerti a quanti partecipano del rischio di impresa e fondano sull'affidabilità delle aziende le scelte relative alle operazioni condotte sui mercati finanziari.

Nelle descritte premesse, le proposte del Gruppo in ordine ai diversi ambiti possono essere sinteticamente espresse nel modo seguente:

I. Azionisti

In relazione ai soci, in conformità a quanto detto all'inizio del capitolo circa la necessaria corrispondenza tra esercizio del controllo sulla gestione aziendale e partecipazione ai rischi economici della medesima, il Gruppo ha sottolineato l'esigenza di assicurare agli stessi la disponibilità di mezzi atti ad esercitare un'influenza significativa sullo svolgimento dell'attività di impresa. La constatazione dello scarso grado di affluenza degli azionisti di minoranza alle assemblee, unitamente alle crescenti e concrete difficoltà di intervento dovute al fenomeno di internazionalizzazione, ha indotto a proporre due differenti vie al rafforzamento dei diritti ad essi attribuiti. In primo luogo sono state considerate le potenzialità racchiuse nell'impiego delle moderne tecnologie, in particolare Internet, per la comunicazione esterna da parte delle società, con specifico riguardo alle procedure di convocazione e di informazione precedenti le adunanze assembleari, nonché per l'introduzione di nuove modalità di partecipazione e di esercizio del voto nelle stesse. Ciò costituisce infatti una soluzione operativa maggiormente idonea alle mutate condizioni derivanti dallo sviluppo di un mercato dei capitali paneuropeo, in quanto la possibilità di ricorrere a strumenti telematici consente di attenuare le barriere esistenti

in termini spaziali e temporali²⁷³. In seconda istanza, la scarsa propensione alla partecipazione attiva all'attività aziendali da parte dei piccoli azionisti, soprattutto in presenza di *blockholder* a causa della debole influenza esercitabile nonostante l'intervento in assemblea, e in caso di appartenenza a un gruppo di imprese in ragione dell'insufficiente conoscenza delle dinamiche operative, ha spinto a valutare favorevolmente l'introduzione di eventuali speciali poteri di interrogazione in capo ai soci, con l'obiettivo di dare loro la possibilità di operare in modo maggiormente consapevole. L'attribuzione di tale tipologia di diritti conduce infatti ad ampliare le conoscenze possedute in merito all'azienda dagli *outsider*, con il duplice fine di aumentare la trasparenza inerente gli accadimenti di impresa e le scelte di conduzione dei *manager* e di motivare la presenza in assemblea attraverso il superiore grado di consapevolezza per tale via acquisito dalle minoranze. Una simile previsione si rivela di estrema significatività *"laddove le strutture societarie siano complesse e non trasparenti, come spesso accade nelle imprese strutturate a gruppo e nelle multinazionali"*²⁷⁴.

Gli interventi menzionati, definiti dalla direttiva 2007/36²⁷⁵ e miranti a conferire una maggiore capacità per i piccoli azionisti di esercitare un condizionamento su coloro che indirizzano la gestione aziendale, sembrano disegnare un quadro coerente con il perseguimento di un contesto di mercato caratterizzato da adeguati livelli di attenzione nei confronti di coloro che investono il proprio capitale risparmio nelle società quotate e che per tale ragione necessitano di misure rivolte all'attribuzione di modalità di partecipazione che tengano conto delle svariate difficoltà incontrate dagli investitori individuali in tale ambito. Simili provvedimenti, però, non possono essere ritenuti di per sé sufficienti a presidiare le esigenze di tale categoria di soggetti, in quanto se in prima battuta l'introduzione di meccanismi di intervento più efficaci ne rafforza la posizione, nondimeno si pone l'imprescindibilità di idonee procedure di controllo sulla discrezionalità degli amministratori.

²⁷³ "Il Gruppo ritiene che la moderne tecnologie informatiche possano svolgere un forte ruolo strumentale nello sviluppo di nuovi concetti e metodi per l'informazione, la comunicazione e l'assunzione delle decisioni degli azionisti, e che il potenziale ad essa proprio dovrebbe essere pienamente esplorato ed utilizzato". Cfr. WINTER ET AL. (2002a: 48).

²⁷⁴ Cfr. WINTER ET AL. (2002a: 58).

²⁷⁵ Molte delle proposte conclusive del "Winter Group" sono state infatti concretizzate tramite l'emanazione della citata direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti delle società quotate.

II. Amministratori non esecutivi

Un'area di interesse per il Gruppo è data dall'insieme dei membri del consiglio di amministrazione che non detengono funzioni esecutive. Un aspetto essenziale al corretto svolgimento della gestione viene individuato infatti nei compiti di supervisione loro attribuiti, in quanto l'estraneità a mansioni di carattere operativo e gli ulteriori requisiti di indipendenza, previsti in capo ad una parte dei medesimi, dovrebbero assicurarne la capacità di vigilare sull'attuazione di eventuali comportamenti non allineati con gli interessi primari degli azionisti. Senza addentrarsi nel dettaglio dei doveri di supervisione in discussione, pare opportuno accennare agli elementi di criticità che sembrano richiedere una particolare attenzione, in quanto potenzialmente forieri di conflitti di interesse da parte degli amministratori delegati:

- nomina dei membri del consiglio di amministrazione;
- definizione delle retribuzioni accordate al *management*;
- controllo interno.

Ciò appare in linea con quanto definito dalle *best practice* affermatesi a livello internazionale, così come conforme ad esse è il suggerimento inteso alla costituzione di appositi comitati in seno all'organo amministrativo e competenti nelle suddette aree. Il Gruppo dunque, pur adottando un'impostazione mirata a non imporre eccessivi vincoli operativi alle imprese e lasciando alla discrezionalità degli Stati membri la scelta del modello gestionale (monistico o dualistico) ritenuto più consono alle esigenze locali degli emittenti, ritiene basilare l'istituzione di organi deputati alla definizione degli aspetti critici menzionati. Nello specifico, per quanto attiene gli amministratori non esecutivi e gli indipendenti, sono indicati requisiti e competenze fondamentali e idonei a qualificare i membri consiliari come tali, così da stabilire con chiarezza la posizione degli stessi in termini di effettiva autonomia di giudizio nell'espletamento delle proprie funzioni. Queste ultime sono per la più parte rivolte alla sorveglianza sull'operato dei *manager* e sui livelli di *disclosure* in merito alle pratiche di governo societario, allo scopo di creare i presupposti per un rapporto fiduciario con il pubblico degli investitori.

In siffatta prospettiva si pone anche la chiara definizione delle responsabilità, solidali ed individuali, in materia di redazione dei conti

annuali²⁷⁶ e di negligenza²⁷⁷, quale secondo settore tenuto in estrema considerazione all'interno dell'attività di armonizzazione comunitaria. In ordine all'effettività delle previsioni ipotizzate, il Gruppo di alto livello, con il parere favorevole della Commissione, ha inoltre richiamato l'attenzione sulla necessità di stabilire un sistema sanzionatorio all'interno del quale inserire l'interdizione dall'incarico di amministratore in qualunque Stato membro, al fine di approntare un valido deterrente a comportamenti scorretti e a pratiche gestionali non sufficientemente attente²⁷⁸.

III. Sistema dei controlli

Affine alla tematica delle funzioni di vigilanza riconosciute ai componenti non esecutivi del consiglio di amministrazione risulta l'impostazione inerente i sistemi di controllo, interni ed esterni. A tale proposito, l'Unione Europea pone l'accento sulla cruciale importanza dell'approntamento di efficaci meccanismi di supervisione che, operando in autonomia nei confronti degli *insider*, forniscano una garanzia dell'attendibilità e della correttezza del processo decisionale e dell'operato del *management* al pubblico degli investitori. A tale proposito, pare significativo l'interesse mostrato nei riguardi degli aspetti atti a configurare un'effettiva indipendenza di coloro che sono preposti a tali compiti, come emerge da una Raccomandazione della Commissione resa pubblica nel 2002²⁷⁹. In quest'ultima è posto infatti l'accento sui principi essenziali da applicare nei rapporti con i revisori esterni, ad esempio per quanto attiene la rotazione periodica degli stessi e la fruizione di servizi di consulenza offerti dalle società di revisione medesime. Ciò si pone in conformità con le prassi diffuse nel panorama internazionale, muovendo dalla necessità di assicurare l'imparzialità di giudizio di coloro che

²⁷⁶ In merito alla responsabilità inerente i documenti contabili, si veda l'art. 7 della Dir. 2004/109/CE sulla trasparenza degli emittenti quotati.

²⁷⁷ In relazione alla negligenza degli amministratori, il Gruppo ritiene opportuna l'introduzione di una normativa atta a configurare la responsabilità personale degli stessi per "[le] conseguenze del fallimento della società se, pur essendo possibile prevedere che la società si avvia verso l'insolvenza, essi non decidono di prendere i provvedimenti necessari per salvarla e per assicurare i pagamenti ovvero chiederne la liquidazione". COMMISSIONE EUROPEA (2003a: 18).

²⁷⁸ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (2004a).

²⁷⁹ "Nello svolgere una revisione legale (*) dei conti, il revisore legale deve essere indipendente dal cliente il cui bilancio è oggetto di revisione, tanto sotto il profilo intellettuale quanto sotto il profilo formale". COMMISSIONE EUROPEA (2002b)

attestano la veridicità delle informazioni economico-finanziarie trasmesse al mercato dalle imprese. In relazione all'impostazione del rapporto con tali soggetti esterni, quest'ultimo dovrebbe essere demandato al comitato per il controllo interno, allo scopo di gestire secondo correttezza gli aspetti inerenti l'attribuzione e lo svolgimento dell'incarico di revisione. Accanto ai compiti ora precisati, il ruolo di centralità riconosciuto al comitato in merito ai compiti di supervisione ne indirizza l'attività in ordine alla correttezza delle procedure dei sistemi contabile, di gestione dei rischi e di controllo interno.

La breve disamina inerente gli organi societari e le funzioni ad essi proprie ritenute di maggiore interesse dall'UE e dal Gruppo di alto livello, per quanto sommaria, consente di trarre alcune ipotesi in merito agli obiettivi perseguiti al livello comunitario in termini di aderenza ad un modello ideale di *governance*, quale punto di riferimento per un diritto societario di matrice sovranazionale. In particolare, è possibile affermare che nell'elaborare l'architettura del sistema di governo ritenuto efficace ed auspicato in ambito comunitario, la problematica inerente il rapporto di agenzia sembra occupare una posizione centrale, a partire dalla quale sono organizzati ed elaborati i provvedimenti concretamente realizzati.

L'intento di conseguire la crescita economica attraverso l'intensificazione dell'attività sui mercati finanziari pone in evidenza le correlate esigenze di tutela degli attori più deboli, la cui partecipazione richiede adeguati gradi di presidio e trasparenza, da ottenere attraverso la chiara definizione delle procedure interne, l'intensificazione degli strumenti a disposizione degli azionisti di minoranza e la predisposizione di meccanismi di vigilanza confacenti alla complessità gestionale delle imprese. A ciò deve essere affiancata, quale strumento complementare, l'implementazione di standard di *disclosure* sufficientemente elevati, così da intensificare l'efficacia delle azioni descritte. La pianificazione di tali misure postula inoltre un contemperamento tra quanto ritenuto di competenza comunitaria e l'autonomia spettante ai Paesi membri, in accordo con i principi di sussidiarietà e proporzionalità²⁸⁰, basilari all'istituzione della Comunità Europea stessa, come emerge dall'osservazione delle scelte effettuate in materia di codici di

²⁸⁰ Tale contemperamento è perseguito, ad esempio, attraverso la previsione dell'*home country control*, per il quale l'istituzione delle autorità di vigilanza e la previsione e l'espletamento dei compiti loro attribuiti sono demandati ai singoli Stati membri, previa definizione a livello comunitario di linee e principi generali in merito a tali attività.

autodisciplina. Al riguardo, infatti, la Commissione ha optato per il mantenimento dei codici nazionali, rinunciando alla redazione di un codice europeo in seguito alla constatazione della sostanziale convergenza delle raccomandazioni in essi contenute. In questo caso, l'azione dell'UE è stata limitata all'introduzione dell'obbligo per gli emittenti di redigere una relazione annuale sulla *governance*, nella quale illustrare le proprie scelte in termini di adesione o meno alle disposizioni dei codici stessi, fornendo motivate giustificazioni in caso di scostamento dalle indicazioni di *best practice*.

Il complesso delle osservazioni puntualizzate definisce l'approccio di fondo al sistema di *governance* ponendo in risalto il tentativo condotto di equilibrare gli obiettivi formalizzati in termini di competitività e solidità del mercato unico con gli elementi critici considerati strumentali alla stabilità ed efficienza delle imprese, nell'alveo del bilanciamento tra normativa sovranazionale e autorità dei singoli Stati. Tenendo conto della concezione del governo societario quale sistema articolato di elementi tra interrelati, appare chiaro il tentativo di definirne i diversi ambiti senza prescindere dalle reciproche relazioni tra queste intercorrenti, in vista dell'armonizzazione delle pratiche ad esso relative. Ciò si pone quale fondamento delle molteplici previsioni rivolte all'intensificazione della *disclosure* quale parte integrante della *governance* medesima al fine del conseguimento di livelli di trasparenza adeguati sia alle istanze presentate dagli operatori di mercato e sia a dimensioni globali di mercato e concorrenza.

4.4. DISCLOSURE

Il tema della *disclosure* all'interno delle politiche dell'Unione Europea presenta natura trasversale al complesso degli interventi posti in essere in ambito comunitario in materia di disciplina dei servizi finanziari e di modernizzazione del diritto societario. La comunicazione economico-finanziaria intesa in senso ampio, viene dunque a configurarsi quale strumento efficace nella generale attività di disciplina degli emittenti, sia in rapporto al funzionamento del mercato dei capitali, sia per quanto attiene l'effettività dei meccanismi di *corporate governance*. A tale ultimo

proposito, in particolare, il Gruppo di alto livello ha precisato come *“la comunicazione può essere considerata un potente strumento all’interno del diritto societario... un’informazione di elevata qualità e rilevante si qualifica come un elemento accessorio all’effettivo esercizio delle prerogative di governo”*²⁸¹.

Facendo seguito all’impostazione descritta, risultano quindi chiaramente comprensibili le considerazioni che hanno indotto l’UE ad introdurre l’insieme delle disposizioni variamente tese all’ampliamento delle notizie divulgate al pubblico degli operatori, alla definizione di modalità, tempistiche e forma delle stesse, nonché all’istituzione e al coordinamento delle autorità nazionali competenti in tale ambito. Pur avendo precisato come il rafforzamento delle pratiche informative rappresenti un aspetto unificante sotteso al complesso degli interventi pianificati in vista del consolidamento del mercato unico paneuropeo, è possibile comunque attuare un’ideale ripartizione dei provvedimenti in oggetto. Tale classificazione trae origine dall’esame dei differenti ambiti cui le disposizioni sono indirizzate, distinguendo tra l’area inerente il governo societario e quella espressamente riguardante la trasmissione di dati sia periodici a carattere economico-finanziario, sia relativi a particolari accadimenti ritenuti rilevanti in termini di potenziale influenza sulle decisioni di investimento e di esigenze di tutela degli *outsider*²⁸².

Per quanto attiene la prima macrocategoria, si è già visto come la crescente tendenza ad introdurre obblighi informativi scaturisca dalla consapevolezza dell’efficacia di questa ai fini dell’implementazione di buone pratiche di *governance*. In particolare, questa è concepita come un mezzo che, se ben architettato, si rivela adatto a *“a proteggere sia gli azionisti (investitori) sia i creditori. D’altro canto, i requisiti previsti per l’informazione e le forze di mercato possono costituire alternative sostanziali agli strumenti normativi”*²⁸³. La trasparenza societaria, intesa come diffusione di notizie inerenti organi aziendali e loro funzionamento, indirizzi e strategie gestionali, svolgimento dei processi decisionali, consegue due differenti tipologie di effetti. In prima battuta, come più volte affermato, aumenta il

²⁸¹ WINTER ET AL. (2002b: 33).

²⁸² A tale proposito pare opportuno precisare che tale ripartizione non corrisponde a quella proposta sul sito della Comunità Europea, che classifica i propri interventi distinguendo tra le modifiche apportate al diritto societario e i provvedimenti adottati nell’ambito del PASF.

²⁸³ A tale proposito: *“... le previsioni normative inerenti la disclosure garantiscono uno strumento regolamentare più efficiente del diritto sostanziale creato attraverso prescrizioni più o meno dettagliate. Una trasparenza di tale natura consente un contesto giuridico più snello e consente di conseguire maggiori flessibilità e adattabilità”* WINTER ET AL. (2002 b: 35).

grado di conoscenza dei portatori di interesse per quanto riguarda la complessiva attività di impresa, incidendo così sui processi di investimento. Secondariamente, la necessità di rendere pubbliche le informazioni relative alla *corporate governance*, palesando le scelte compiute dal *management* nell'amministrazione della società, espone lo stesso all'opportunità di fornire eventuali giustificazioni in merito ai propri comportamenti ed al giudizio degli attori del mercato. In tale ottica si pongono, dunque, le iniziative condotte dall'Unione, tra le quali un esempio significativo è rappresentato dall'opzione adottata in materia di codici di autodisciplina. La scelta per il meccanismo del *comply or explain* risulta infatti allineata ai presupposti logici ora illustrati, in quanto l'esclusiva richiesta di fornire motivazioni in ordine alla mancata adesione ai principi enunciati in tali documenti consente di rendere note le prassi attuate internamente alle imprese, evitando l'imposizione di regole eccessivamente vincolanti. In modo affine, l'informativa prevista dalla direttiva inerente gli abusi di mercato²⁸⁴ che, oltre a proibire agli *insider* ogni pratica volta a manipolare il mercato o ad impiegare informazioni riservate a vantaggio proprio o di terzi, ne richiedono la pubblicità tempestiva onde tutelare i soggetti operanti nel mercato. Con analoghe finalità, ma nei riguardi di un pubblico più ampio, si presenta la disciplina della responsabilità sociale, tesa ad un tempo a soddisfare le istanze conoscitive della collettività e ad allineare l'attività aziendale a standard adeguati in ambito socio-ambientale.

In merito alla comunicazione economico-finanziaria intesa in senso stretto, il Piano d'Azione pone in luce come lo sviluppo di un'informativa chiara e comprensibile rappresenti un elemento valutativo di grande rilievo in relazione alle opportunità di investimento e alle caratteristiche dell'emittente²⁸⁵, in speciale misura laddove gli investitori si rapportino ad

²⁸⁴ Dir. 2003/6/CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abuso di mercato). In merito a tale provvedimento, atto a contenere gli effetti scaturenti dall'asimmetria informativa tra azionisti di minoranza e *insider*, pare opportuno ricordare che in esso è stata precisato il significato di abuso di mercato. La direttiva in discussione, infatti, deriva dall'integrazione di due precedenti interventi normativi, l'uno attinente le informazioni privilegiate, l'altro la manipolazione del mercato, ove le due casistiche possono essere ricondotte al fenomeno dell'abuso di mercato. Cfr. art. 1, punti 1 e 2.

²⁸⁵ "Un'informazione finanziaria comparabile, trasparente e attendibile è fondamentale per un mercato dei capitali efficiente e integrato. La carenza di comparabilità scoraggerà gli investimenti transfrontalieri a causa dell'incertezza in relazione alla credibilità dei documenti contabili". In merito alla rilevanza della trasparenza informativa nel Piano d'Azione è precisato che "un'informazione chiara e comprensibile consumatori costituisce un elemento vitale, laddove questi investano risparmi significativi in un altro Paese.

operazioni transfrontaliere. La consapevolezza di quanto detto ha reso evidente la necessità di delineare un quadro chiaro e condiviso per l'informativa societaria, tale da soddisfare la domanda conoscitiva degli attori del mercato attraverso la definizione di regole comuni inerenti modalità e periodicità di diffusione dei dati inerenti le imprese, caratteri e requisiti di presentazione degli stessi, nonché meccanismi di controllo atti a verificarne l'attendibilità e la veridicità. Muovendo da simili presupposti è stata approntata la direttiva sulla trasparenza²⁸⁶, all'interno della quale sono identificati i documenti informativi obbligatori per gli emittenti quotati²⁸⁷. Per questi ultimi è infatti prevista la redazione periodica di relazioni finanziarie su base annuale, semestrale e trimestrale, nonché la divulgazione della cosiddetta informazione continuativa. Per essa il Legislatore intende la divulgazione dei dati attinenti le partecipazioni rilevanti e le variazioni intercorse in termini di acquisizione o cessione delle stesse. Le disposizioni in oggetto, inoltre, permettono di identificare l'intento di tutelare gli azionisti di minoranza garantendo loro la parità di trattamento²⁸⁸ nonché l'accesso alle notizie oggetto di regolamentazione tramite la possibilità di impiego di mezzi elettronici. Quale ulteriore presidio delle minoranze sono introdotte dalla normativa in discussione disposizioni in merito alla definizione da parte degli Stati membri di autorità di vigilanza competenti in tale ambito²⁸⁹.

L'introduzione di un apparato normativo comune si connota dunque quale premessa essenziale al consolidamento del mercato unico finanziario, in quanto la condivisione di principi generali in tale ambito rende attuabile la comparazione spaziale dei dati così trasmessi. In siffatta accezione, il regolamento di introduzione dei principi contabili

I consumatori necessitano di informazioni per valutare le caratteristiche del contratto, il fornitore del servizio, e l'investimento proposto. ... una chiara comprensione di quali siano le informazioni necessarie rappresenterà un vantaggio anche per i fornitori dei servizi". Cfr. COMMISSIONE EUROPEA (1999) rispettivamente p. 7 e p. 10.

²⁸⁶ Dir. 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. A tale riguardo si segnalano anche la IV e la VII direttiva, relative l'una ai conti annuali delle società di capitali, l'altra ai conti consolidati delle società di capitali, come modificate dalla Dir. 2006/46/CE.

²⁸⁷ E' opportuno precisare come la direttiva in esame preveda la definizione del regime linguistico, in ordine all'agevolazione dell'integrazione effettiva dei mercati. Cfr. Dir. 2004/109/CE, art. 20.

²⁸⁸ Cfr. Dir. 2004/109/CE, art. 17.

²⁸⁹ Cfr. Dir. 2004/109/CE, art. 24.

internazionali²⁹⁰ deve essere interpretato come un intervento indirizzato al perseguimento di una maggiore integrazione del mercato²⁹¹, attraverso la garanzia di una comunicazione allineata a standard uniformi per tutti i Paesi membri, volti ad una rappresentazione contabile della situazione aziendale, dal punto di vista reddituale, patrimoniale e finanziario, non soltanto chiara e confrontabile, ma anche fondata su criteri atti ad assicurarne la rispondenza alla realtà sottostante. Il passaggio da un sistema fondato sul costo storico a quello del *fair value*, pone in evidenza l'obiettivo di garantire un superiore grado di aderenza degli schemi di sintesi alla effettiva situazione economica sottesa, in base al fondamento della prevalenza della sostanza sulla forma.

L'intento di indurre la divulgazione di notizie caratterizzate da attendibilità e da un grado di rispondenza al vero idonei nel contempo a supportare gli investitori nel processo decisionale ed a fornire loro un'adeguata protezione si evince anche dall'esame delle direttive inerenti l'abuso di mercato, le fusioni transfrontaliere, le OPA e i prospetti. Queste, prevedendo espliciti obblighi di comunicazione in capo agli emittenti, conseguono l'effetto di rendere conoscibili al pubblico degli interlocutori, oltre che alle autorità di vigilanza competenti, informazioni atte ad influenzarne il procedimento di scelta e a tutelarne gli interessi. In riferimento alle fusioni ed alle offerte pubbliche di acquisto, per esempio, i vincoli previsti a carico delle società coinvolte postulano la trasparenza in merito agli effetti che le operazioni straordinarie in oggetto produrranno sugli assetti proprietari preesistenti, così da consentire ai soci delle stesse di effettuare valutazioni consapevoli in merito alle mutate condizioni operative. Nondimeno, le previsioni relative al contenuto essenziale dei prospetti redatti dalle società in caso di quotazione su un mercato regolamentato o di offerta di nuovi strumenti finanziari consente agli operatori economici di conseguire le conoscenze necessarie in ordine all'acquisizione dei titoli ammessi alle negoziazioni.

²⁹⁰ Reg. (CE) n. 1606/2002, relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali.

²⁹¹ Un significativo riferimento al fine dell'integrazione dei mercati è presente all'interno della citata direttiva sulla trasparenza, ove al fine di agevolare della realizzazione del mercato unico finanziario è fatto espresso divieto ai Paesi membri di definire norme, relative ai prospetti di ammissione dei valori mobiliari sul mercato regolamentato e alle informazioni dovute dai possessori di azioni, più stringenti di quelle previste dalla direttiva stessa e da quella sui prospetti. Cfr. Dir. 2004/109/CE, art. 3.

I provvedimenti introdotti dall'Unione in merito alla comunicazione economico-finanziaria, oltre ad essere espressamente rivolti al presidio degli *outsider*, sono intesi anche a creare il contesto giuridico idoneo ad agevolare lo svolgimento dell'attività aziendale nell'ambito europeo. Le direttive accennate definiscono infatti un terreno comune al fine di eliminare le disparità previgenti tra i diversi Stati membri almeno per quanto attiene i principi generali²⁹². Tali provvedimenti rimuovono pertanto le distorsioni legate da un lato alle differenze nei livelli di trasparenza in grado di incidere sull'attrattività dei prodotti finanziari offerti e, dall'altro, alle disparità attinenti le modalità di attuazione delle operazioni in esame, in termini di formalità cui adempiere. Quest'ultimo aspetto rappresenta infatti un significativo ostacolo all'effettiva integrazione dei mercati comunitari, a causa dell'influenza che il difforme grado di obbligatorietà esercita sulle decisioni assunte dagli emittenti a tale riguardo.

Le osservazioni condotte sembrano confermare come la trasparenza informativa, l'introduzione di un principio di *fairness* nei confronti degli interlocutori sociali, l'introduzione di criteri uniformi atti ad armonizzare le pratiche relative alla comunicazione economico-finanziaria svolgano nell'azione dell'Unione un ruolo del tutto conforme agli obiettivi perseguiti dalla stessa, nell'ottica dell'efficienza dei mercati finanziari. Tali previsioni si allineano infatti con le più volte ricordate esigenze di tutela dei soggetti esterni e di agevolazione delle operazioni transfrontaliere, così come enunciato nei piani d'azione resi pubblici dalle autorità comunitarie.

²⁹² Considerano le direttive inerenti i prospetti da redigere in caso di quotazione o di emissione di nuovi strumenti finanziari, così come quelle relative alle fusioni, alle acquisizioni, si scorge chiaramente l'intento di uniformare gli adempimenti richiesti anche in termini di pubblicità e comunicazione a pubblico e organismi di vigilanza, in modo tale da "livellare", per così dire, il grado di onerosità degli stessi. Analogo intento è perseguito dall'Unione in merito ai meccanismi di tassazione. La disparità dei vincoli previsti negli ambiti ora delineati, indicano infatti gli operatori del mercato ad indirizzarsi verso i mercati dei Paesi membri in cui sono in vigore obblighi procedurali meno stringenti e più favorevoli allo svolgimento delle operazioni finanziarie, fenomeno questo che contrasta la realizzazione concreta di un mercato unico paneuropeo.

4.5. VALUTAZIONI DI SINTESI EMERSE DA UNA VISIONE COMPLESSIVA DEL QUADRO D'AZIONE COMUNITARIO

L'architettura giuridica approntata negli ultimi decenni dall'Unione Europea, risponde al dichiarato scopo di favorire, attraverso un processo di armonizzazione, l'integrazione dei singoli mercati dei capitali in uno di carattere unico a livello paneuropeo. Tale sottobiettivo si colloca nel più ampio intento di garantire alla ai Paesi membri la crescita economica e le capacità distintive idonee ad affrontare uno scenario competitivo di dimensioni globali. L'insieme degli interventi posti in essere per il perseguimento del fine suddetto, dati sia da studi preparatori commissionati a comitati istituiti *ad hoc*, sia dal successivo complesso di regolamenti, direttive, pareri e comunicazioni, rispondono alle esigenze individuate in ordine all'approntamento di strutture e infrastrutture essenziali all'attività degli operatori del mercato. In seguito alla considerazione di tali premesse è lecito ipotizzare che gli atti concretamente emanati dalle autorità dell'UE presentino una coerenza di fondo nei riguardi delle politiche economiche stabilite in fase preliminare e una coesione reciproca in ragione delle comuni finalità. Ciò ha condotto a ritenerne opportuno un sintetico esame sinottico che, senza scendere nel dettaglio delle singole disposizioni e in pari modo senza proporre un puntuale elenco, nondimeno consenta di coglierne lo spirito informatore attraverso l'evidenziazione di interconnessioni e tratti d'unione. In particolar modo, al riguardo pare interessante porre in luce gli aspetti salienti e distintivi dei modelli di impresa e di mercato presi a riferimento nell'attività di sistematizzazione.

Si è visto come il traguardo preposto ai provvedimenti in esame coincida con lo sviluppo ed il consolidamento di un mercato unico dei capitali in grado, al contempo, di favorire l'effettuazione di operazioni transfrontaliere da parte di cittadini e imprese europei e di assicurare la capacità di creazione di valore di queste ultime in un contesto internazionale. Il proposito enunciato deve però essere ricondotto alla cornice d'azione implicita nei trattati istitutivi della Comunità, tali per cui l'azione della stessa deve esplicarsi entro i confini di principi quali la libertà di stabilimento, la sussidiarietà e la proporzionalità. In siffatta prospettiva, le differenti misure adottate sono contraddistinte dalla

focalizzazione sugli aspetti non adeguatamente regolamentabili a livello locale e da margini di discrezionalità lasciati agli Stati in merito al recepimento delle direttive emanate. A testimonianza di tale tendenza si pongono i frequenti rimandi alla normativa nazionale presenti nei diversi atti comunitari, a riprova delle volontà del Legislatore di rispettare l'autonomia dei Paesi dai medesimi interessati.

Ciononostante, i criteri generali di impostazione dei molteplici aspetti critici inerenti l'impostazione giuridica della disciplina degli emittenti e del commercio di servizi finanziari costituiscono il fondamento dell'azione dell'UE, nella direzione espressa di conseguire adeguati livelli di uniformità in materia, proprio allo scopo di consentire superiori gradi di coordinazione e coesione transfrontalieri. Ciò permette di estrapolarne l'*animus* sottostante, in termini di paradigma concettuale alla cui adesione si conforma il sistema normativo elaborato.

Dalla disamina degli ambiti ritenuti rilevanti a tale fine emerge come un primo fattore di estrema significatività sia dato dall'interpretazione adottata in merito agli interessi convergenti nell'azienda, con particolare riguardo a quelli ritenuti meritevoli di tutela da parte delle autorità nazionali e sovranazionali. Ciò permette infatti di comprendere con maggiore chiarezza una delle variabili fondanti l'impostazione adottata nell'attività di regolamentazione, in quanto la predisposizione di strumenti di presidio rivolti ai soggetti in posizione di debolezza ne rappresenta un elemento portante. Da quanto osservato si può dedurre il peso cruciale riconosciuto agli azionisti, in quanto partecipi del rischio di impresa e per tale ragione portatori di peculiari prerogative di partecipazione al governo d'azienda, in linea di teoria. Le osservazioni enunciate rilevano l'affinità con le conclusioni espresse dalla letteratura inerente sia l'indagine degli interessi istituzionali, sia la teoria dell'agenzia, riconoscendo l'opportunità di offrire protezione a coloro che, apportando le risorse finanziarie necessarie alla conduzione dell'impresa, ne condividono le sorti in termini di sopravvivenza e valore creato. La presenza rapporti di delega dei poteri gestionali porta pertanto in primo piano l'esigenza di presidiare le attese di quanti, in qualità di *outsider* non sono in grado di monitorare ed influenzare l'operato di amministratori e azionisti di controllo. La correlazione individuata tra fiducia indotta negli attori di mercato e scelte di allocazione del capitale risparmio, inoltre,

rafforza le considerazioni esposte, in vista dello sviluppo dei mercati finanziari.

Coerentemente a quest'ultima riflessione, una seconda categoria di istanze riguardate nell'azione dell'Unione Europea si individua nella categoria dei creditori per i quali, in assenza di un significativo potere contrattuale, si realizza un *gap* informativo analogo a quello descritto per i soci di minoranza, inducendo alla specifica previsione di garanzie per i medesimi alla luce del loro ruolo essenziale nel reperimento delle risorse necessarie allo svolgimento dell'attività di impresa.

Per ragioni parzialmente difformi una terza classe di interessi presa in considerazione negli interventi in esame è quella dei lavoratori dipendenti, in conformità sia allo stretto legame intercorrente tra le economie di questi e la sopravvivenza dell'azienda in cui sono esplicitano le proprie mansioni, sia all'impatto potenziale derivante dall'attuazione di operazioni straordinarie, quali ad esempio fusioni e acquisizioni, a causa delle eventuali ristrutturazioni e dei cambiamenti organizzativi che ne sono conseguenza. In tale ottica assumono significato le disposizioni attinenti gli obblighi informativi e consultivi previsti in capo agli emittenti.

Da ultimo, la consapevolezza degli effetti socio-ambientali connaturati alla conduzione dell'impresa, unitamente all'intensificazione dei fenomeni indirizzati alla comunicazione esterna delle politiche societarie implementate in tali ambiti, ha condotto le autorità a rivolgere l'attenzione agli interessi della collettività ed alle istanze dalla stessa espresse in ordine alla conoscenza delle scelte aziendali per quanto attiene le tematiche di responsabilità sociale.

L'articolazione degli interventi comunitari rivolti al rispetto degli interessi considerati rilevanti ai fini della regolamentazione di mercati e comportamento degli operatori economici, prende dunque le mosse dalla riflessione in merito ai meccanismi di tutela e composizione delle istanze in essa convergenti. Ciò ha portato all'elaborazione di un *corpus* normativo rivolto alla definizione di una disciplina uniforme e condivisa in merito a tali aspetti, fondata sull'approntamento di efficaci strumenti di governance e di meccanismi di *disclosure* intesi ad aumentare la qualità della comunicazione economico-finanziaria degli emittenti, con speciale riguardo per quelli quotati in ragione dell'ampiezza del pubblico cui si rivolgono. Si è visto come, con riferimento alle strutture di governo societario, le proposte preliminari per gli indirizzi dell'attività di

regolamentazione e le attuazioni delle stesse siano state rivolte ad una maggiore trasparenza delle dinamiche interne all'impresa e al potenziamento delle funzioni di vigilanza, con riguardo agli accadimenti aziendali ed alla loro rappresentazione all'esterno. Ciò pare ancora una volta allineato con i presupposti logici rinvenibili nelle esigenze di tutela delle parti più deboli al fine di consentirne la partecipazione alle operazioni di mercato, in vista dello sviluppo dello stesso. Al pari di quanto in precedenza affermato, la trasparenza relativa agli aspetti gestionali ed al processo decisionale consegue gli effetti favorevoli impliciti nella proiezione di un'immagine societaria di affidabilità e nella disponibilità per i fruitori di dati conformi alle valutazioni preposte agli investimenti.

Finalità del tutto analoghe sembrano delineare il filo conduttore dell'insieme di misure adottate in merito all'informativa di impresa. La definizione di criteri uniformi e trasversali ai diversi Stati membri in merito alla diffusione di notizie inerenti risultati conseguiti, assetti patrimoniali e situazione finanziaria, nonché operazioni effettuate nel corso della gestione, comportano il raggiungimento di due ordini di risultati. In primo luogo, gli standard minimi introdotti dal Legislatore conducono ad un più equilibrato ed efficiente svolgimento delle attività societarie, eliminando le distorsioni intrinseche a disparità e lacune negli impianti legislativi locali. Secondariamente, attraverso il rafforzamento dei requisiti di tempestività, credibilità e comparabilità delle informazioni rese disponibili, incrementano l'ampiezza delle transazioni sul mercato finanziario unico.

Muovendo da tali riflessioni, pare di poter affermare che gli interventi approntati in ambito comunitario si dimostrino sensibilmente vicini, da un lato, a quanto esposto da larga parte della Letteratura sviluppata in materia, sotto il profilo teorico, dall'altro con gli obiettivi posti a premessa dell'azione esplicata. A quest'ultimo aspetto devono essere riferite le peculiarità riscontrabili nei provvedimenti adottati, poiché la natura stessa dell'Unione Europea, come disegnata dai trattati istitutivi, costituisce un elemento di ineliminabile caratterizzazione dell'approccio alle differenti problematiche, in rapporto alle specificità del contesto di riferimento. La stessa disciplina delle autorità di vigilanza, intesa a favorire la cooperazione tra gli organismi competenti in ambito nazionale, si pone a dimostrazione dell'intento dianzi sottolineato.

Le caratteristiche proprie dell'orientamento dell'UE in merito al paradigma perseguito in tema di interessi istituzionali, e conseguentemente anche in relazione al modello di azienda e di mercato dei capitali, sono rinvenibili nelle due forme societarie di matrice espressamente comunitaria, la Società Europea e la Società Cooperativa Europea. Nei regolamenti introdotti al fine di disciplinarne lo statuto, infatti, si riscontrano tutti i caratteri fin'ora evidenziati. Nonostante la differente natura dei due tipi giuridici in oggetto è comunque possibile ravvisare l'attenzione rivolta alle tre categorie di soggetti ritenuti rilevanti. Specifiche disposizioni sono rivolte infatti alla previsione di tutele per quanto attiene soci²⁹³, creditori²⁹⁴ e lavoratori²⁹⁵, in particolar modo laddove si diano operazioni di natura straordinaria²⁹⁶ in grado di incidere in modo significativo sulle rispettive posizioni. A tale proposito riveste notevole importanza l'adesione a standard minimi di trasparenza sia nella divulgazione delle informazioni, sia del funzionamento degli organi interni²⁹⁷. Ciò è ottenuto temperando, per i diversi aspetti regolamentati, la previsione di inderogabili principi di portata generale

²⁹³ Le tutele rivolte ai soci consistono nella previsione di diritti di informazione, come sancito ad esempio dagli art. 60, dagli artt. 7, 22 e ss. del Reg. (CE) n. 1435/2003 e dagli artt. 8, 22, 24 del Reg. (CE) 2157/2001 e di parità di trattamento.

²⁹⁴ In merito alla protezione accordata ai creditori, quale classe di interessi meritevole di tutela da parte dell'ordinamento, si faccia riferimento, a titolo di esempio, al caso di operazioni di fusione, secondo quanto previsto dagli artt. 7 e 22 del Reg. (CE) n. 1435/2003 e dagli artt. 8 e 20 del Reg. (CE) 2157/2001.

²⁹⁵ I diritti riconosciuti a presidio dei lavoratori spaziano dall'obbligo per le forme societarie qui indicate di prevedere forme di partecipazione e codeterminazione per gli stessi secondo le forme previste dall'EU, alle previsioni inerenti le informazioni da trasmettere a tale categoria di soggetti in caso di operazioni straordinarie, ad esempio laddove i tipi societari presi in esame siano costituiti in seguito a fusioni tra entità preesistenti, attraverso processi atti a modificare l'assetto organizzativo e la localizzazione stessa delle imprese originarie. Cfr., tra gli altri, gli artt. 1, 7 e 22 del Reg. (CE) n. 1435/2003 e gli artt. 8, 12, 23, 37 del Reg. (CE) 2157/2001.

²⁹⁶ Si intende, qui, fare riferimento alle casistiche, previste per entrambe le forme societarie, in cui le stesse derivino dalla fusione tra due entità di diversa natura giuridica preesistenti, come già accennato nelle note precedenti.

²⁹⁷ Apposite sezioni dei regolamenti in esame sono dedicate all'assetto degli organi di governo e di controllo di SE e SCE. In particolare, è prevista dagli artt. 39 e ss del Reg. (CE) 2157/2001 e dagli artt. 36 e ss. del Reg. (CE) n. 1435/2003 la possibilità di scelta tra modello monistico e dualistico, secondo le condizioni delineate dai regolamenti medesimi e dalla normativa vigente negli Stati membri di riferimento. In merito alle funzioni di vigilanza, è altresì stabilito che ogni Stato membro individui apposite autorità sovraordinate preposte alla supervisione delle società stesse.

con il rimando alla legislazione nazionale per le questioni ritenute delegabili a tale livello giuridico²⁹⁸.

Al di là del concreto livello di articolazione relativo alla definizione dei tipi societari in esame, la presenza di tratti comuni riferibili a quanto analizzato nel corso del capitolo consente di pervenire ad una visione più chiara e definita degli intenti comunitari e delle modalità intraprese al fine di concretizzare gli obiettivi predefiniti attraverso l'adozione di provvedimenti caratterizzati da una sostanziale coerenza interna.

Quanto sopra, ha consentito di porre in evidenza gli obiettivi perseguiti all'interno del quadro di armonizzazione comunitario con particolare riguardo all'identificazione dei riferimenti concettuali ai modelli di impresa e di mercato evincibili dall'analisi dei differenti interventi realizzati, inducendo una riflessione circa l'impatto da questi prodotto all'interno dei singoli sistemi giuridici nazionali. La presenza di un'autorità sovraordinata come quella europea, i cui provvedimenti – pur con determinati margini di autonomia – sono rivolti a realtà locali peculiari, comporta la considerazione delle modalità di recepimento dei medesimi in un tessuto di norme e prassi preesistenti e contraddistinte da specificità proprie dei diversi Paesi membri. Nello specifico, risulta di interesse indagare per sommi capi l'influenza di tali misure nel contesto italiano, al fine di verificarne l'efficacia, intesa come capacità di fornire un indirizzo atto a consentire una maggiore efficienza dei imprese e mercato finanziario attraverso la definizione di una disciplina sistematica e di principi generali rigorosi.

Allo scopo di pervenire ad una prima valutazione degli aspetti ora accennati, il capitolo seguente sarà volto ad una sintetica descrizione del quadro legislativo italiano e dell'evoluzione che esso ha esperito in seguito all'attuazione delle direttive europee più significative in materia di comunicazione economico-finanziaria obbligatoria.

²⁹⁸ A tale riguardo si veda l'art. 9 del. Reg. (CE) n. 1435/2003, relativo al principio di non discriminazione, in merito al riconoscimento della forma societaria in oggetto da parte del diritto degli Stati membri.

CAPITOLO QUINTO

IL RECEPIMENTO DELLE DIRETTIVE EUROPEE NEL SISTEMA GIURIDICO ITALIANO

5.1. Rapporti tra ordinamento giuridico italiano e orientamenti comunitari nella tutela degli interessi – 5.2. Il rafforzamento dei poteri delle autorità di vigilanza sul mercato finanziario nel contesto nazionale – 5.3. Disciplina dell'attività di direzione e coordinamento: evidenze empiriche – 5.4. Spunti di riflessione relativi all'evoluzione dell'orientamento italiano nella tutela degli interessi.

5.1. RAPPORTI TRA ORDINAMENTO GIURIDICO ITALIANO E ORIENTAMENTI COMUNITARI NELLA TUTELA DEGLI INTERESSI

L'analisi del processo di armonizzazione attuato negli ultimi decenni da parte dell'Unione Europea, nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari e del diritto societario, ha consentito di pervenire ad una visione d'insieme degli interventi realizzati in tale direzione portando in evidenza la coerenza di fondo dei medesimi e, per tale via, i presupposti concettuali unificanti il complesso delle misure introdotte.

La consapevolezza del carattere sovranazionale dell'autorità comunitaria, pur nell'ambito degli statuiti principi di proporzionalità e sussidiarietà, conduce a considerare il successivo momento dell'attuazione dei provvedimenti a livello dei singoli Stati membri. Nel procedimento in oggetto le misure introdotte sono recepite all'interno del preesistente sistema giuridico nazionale, frutto del percorso storico e normativo peculiare ai differenti Paesi. Ciò pone in luce la rilevanza delle concrete modalità di accoglimento e di integrazione dei due livelli legislativi, locali e comunitari, in ordine all'identificazione degli effetti connessi al suddetto fenomeno.

Nello specifico, pare interessante esaminare l'impatto prodotto dalle direttive europee nel contesto italiano, contraddistinto da caratteri ad esso

del tutto specifici, al fine di comprendere le scelte del Legislatore in siffatto ambito, nonché natura e portata dei cambiamenti inerenti il quadro normativo, con espresso riferimento alle disposizioni relative alla comunicazione economico-finanziaria obbligatoria per le società quotate. In merito a quanto detto è opportuno precisare che il settore di indagine cui ci si riferisce comporta una circoscrizione degli elementi osservati ad un particolare sottoinsieme di previsioni normative e regolamentari. La scelta in oggetto, focalizzando la disamina sulle informazioni richieste in via impositiva ed escludendo le notizie inerenti gli aspetti gestionali, di *governance* e socio-ambientali, comporta una restrizione significativa del campo di indagine. Nondimeno, tale orientamento consente una puntualizzazione maggiormente indirizzata agli obiettivi preposti. Da un lato, l'obbligatorietà delle prescrizioni, attraverso la limitazione dello studio agli interventi introdotti all'interno del sistema giuridico, si connota per la conformità allo scopo individuato, rinvenibile nella valutazione di condizionamenti e modifiche intervenuti in quest'ultimo a seguito dell'azione europea. Dall'altro, il riferimento alla sola informativa economico-finanziaria permette una più efficace individuazione dell'impatto correlato al recepimento delle direttive enucleate all'interno del Piano d'Azione, per quello che concerne l'intento di perseguire la crescita e l'affermazione di un mercato integrato dei capitali attraverso la trasparenza come strumento di tutela dei portatori di interessi istituzionali.

Poste simili premesse, giova delineare brevemente il contesto normativo nazionale e la recente evoluzione dallo stesso conosciuta negli ultimi decenni, senza la pretesa di affrontare nel dettaglio le singole previsioni enunciate nei diversi provvedimenti. Al riguardo, l'Italia si caratterizza per l'appartenenza all'area dei Paesi di *civil law* nei quali, come noto, la codificazione del diritto e la scarsa importanza riconosciuta alla consuetudine, hanno contribuito a caratterizzare l'assetto dell'ordinamento e le modalità evolutive in risposta al mutamento delle condizioni ambientali. Il persistente radicamento delle norme di volta in volta elaborate ed adottate in un siffatto sistema giuridico produce un insieme di conseguenze sull'attitudine dello stesso ad adeguarsi ai cambiamenti che intercorrono nella realtà di riferimento, particolarmente evidenti per quanto riguarda i mercati finanziari. In particolare, se da una parte la sostanziale irrilevanza di prassi e consuetudini riduce rapidità di

risposta alle istanze presentate sul piano operativo dagli attori economici e conseguente grado di spontaneità di adesione ai precetti emanati, dall'altra la chiara sistematizzazione di principi e norme definiti in modo univoco rende più immediata la condivisione di regole di comportamento uniformi, senza lasciare margini di interpretazione lesivi dell'efficacia delle misure implementate.

Le osservazioni di cui sopra mostrano con chiarezza presupposti e tessuto legislativo caratterizzanti l'ordinamento nazionale, definendo così i tratti determinanti dell'ambito di accoglimento dei provvedimenti di matrice europea. Alle osservazioni fin qui condotte in merito ai tratti distintivi del sistema giuridico italiano, si affiancano le peculiarità proprie del tessuto imprenditoriale. Da un punto di vista storico, in estrema sintesi, esso si connota per la tradizionale prevalenza di imprese di piccola e media dimensione e per la larga diffusione del controllo familiare, anche per ciò che concerne le società quotate. Queste, infatti, sono per la maggioranza contraddistinte dalla concentrazione della proprietà, ottenuta attraverso l'ampio ricorso a strumenti, quali piramidi azionarie, partecipazioni incrociate e patti parasociali²⁹⁹, idonei a consentire il conseguimento del controllo attraverso un corrispondente impegno finanziario ridotto³⁰⁰. Ciò ha causato uno scarso sviluppo del mercato azionario, anche a seguito del largo accesso al capitale di debito, con il duplice effetto di determinare sia la relativa illiquidità nello scambio dei titoli, sia la debole attenzione nella regolamentazione degli stessi.

I due ordini di considerazioni di cui sopra concorrono a delineare il contesto giuridico e operativo del nostro Paese, storicamente contraddistinto da un'originaria minore attenzione della disciplina inerente le società per azioni, anche a seguito della ridotta manifestazione delle istanze degli attori economici, per quanto riguarda le esigenze operative delle imprese e gli interessi dei soggetti con esse interagenti. La consapevolezza di una siffatta circostanza, unitamente ai fenomeni connessi all'internazionalizzazione dei mercati, hanno indotto le autorità pubbliche ad avviare un processo di ammodernamento del diritto vigente in materia, al fine di conseguire un allineamento con le pratiche in essere negli altri Paesi ad economia avanzata e un superiore livello di

²⁹⁹ In merito alla disciplina dei patti parasociali, così come disciplinati dalla riforma del diritto societario, si veda ABETE L. (2006).

³⁰⁰ ROSSI (2008).

competitività ed efficienza delle aziende nazionali in un ambito concorrenziale di dimensioni globali.

Pur non intendendo, in questa sede, pervenire ad una descrizione approfondita degli interventi normativi che si sono progressivamente concatenati, pare opportuno tracciare uno schema dei provvedimenti significativi approntati nella materia in discussione, al fine di delinearne gli obiettivi sottesi e di provvederne una visione d'insieme, atta a manifestarne la linea evolutiva in rapporto all'azione dell'Unione.

Allo scopo di delineare i tratti salienti dell'impianto normativo italiano per quanto attiene l'ambito della comunicazione economico-finanziaria, occorre premettere come esista nel nostro Paese una sostanziale distinzione, in riferimento alla categoria delle società per azioni, tra quelle quotate e quelle non quotate³⁰¹. Gli obblighi informativi cui le stesse sono soggette variano infatti sensibilmente in relazione al grado di diffusione degli strumenti finanziari emessi dalle stesse, in considerazione delle superiori esigenze di tutela laddove queste si rapportino ad un più ampio pubblico di investitori. Mentre per le società chiuse, dunque, le norme tese a regolamentare la *disclosure* sono sostanzialmente da ravvisarsi nel disposto del codice civile, le prescrizioni in capo agli emittenti quotati si rivelano più complesse ed articolate. Poste tali premesse, allo scopo di fornire una visione di sintesi degli interventi normativi più recenti e significativi in merito a trasparenza informativa e diritto societario pare utile la schematizzazione proposta nella tabella seguente:

Atto normativo	Tematica	Ambito di applicazione
D.Lgs. 58/1998	Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria	Società quotate
D.Lgs. 6/2003	Riforma del diritto societario	Società di capitali e cooperative
L.262/2005	Legge sulla tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari	Società quotate
D.Lgs. 303/2006	Coordinamento della L. 262/2005 con il T.U.F.	Società quotate

Tabella 5.1 Principali interventi normativi emanati in materia di diritto societario e mercati finanziari nel sistema giuridico italiano.

³⁰¹ Giova ricordare nuovamente che alla stessa disciplina prevista per le società per azioni quotate sono soggette le società per azioni i cui strumenti finanziari, pur non essendo ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati, sono diffusi in larga misura presso il pubblico.

Sotto il profilo strettamente evolutivo, gli interventi dianzi schematizzati si pongono in direzione dell'elaborazione di una disciplina organica delle società di capitali, con speciale riguardo a alle società per azioni quotate, o i cui strumenti siano ampiamente diffusi presso il pubblico, pur non accedendo alla negoziazione sui mercati regolamentati. Ciò sembra essere manifestazione dell'intento, sopra menzionato, di pervenire a disposizioni conformi a quelle in vigore negli Stati caratterizzati da una maggiore evoluzione dei mercati finanziari, al fine di consentire più ampie possibilità di crescita e competitività alle imprese italiane, nonché di adeguare il quadro normativo al panorama internazionale³⁰². Il perseguimento dei citati obiettivi è realizzato attraverso la contemporanea introduzione di strumenti intesi a favorire lo sviluppo dell'attività aziendale attraverso l'accesso al mercato dei capitali da un lato e di adeguati presidi a tutela di coloro che, operando nello stesso, necessitano per i propri processi decisionali di sufficienti livelli di trasparenza e di garanzie in merito alla soddisfazione dei propri interessi. In quest'ottica si collocano il T.U.F. e la riforma del diritto societario, volti il primo – nella formulazione originaria – all'elaborazione di una disciplina complessiva degli emittenti quotati³⁰³, il secondo alla definizione di un organico complesso di norme di diritto commerciale con riferimento al diritto societario. Nello specifico, il D. Lgs. 58/1998 evidenzia l'iniziale tentativo di attuare una sistematizzazione dell'offerta di servizi finanziari nel contesto italiano, in considerazione della specificità delle problematiche inerenti le società aperte in ragione dell'ampiezza del pubblico cui si rivolgono. L'introduzione di apposite forme di protezione degli attori del mercato, fondate su trasparenza societaria e meccanismi di *governance*, la fissazione di obblighi informativi relativi a determinati accadimenti di impresa e l'attribuzione di poteri a Consob, quale

³⁰² “La Consob non può... ovviamente ignorare il problema della competitività e dello sviluppo del mercato finanziario italiano nell'espletamento delle proprie funzioni istituzionali, né può ignorare l'impatto che il perseguimento dell'obiettivo esplicito della «protezione dei risparmiatori» può avere sullo sviluppo dei mercati. In passato vi era una certa tendenza a vedere una certa contrapposizione tra l'obiettivo dello sviluppo dei mercati (efficienza) e quello della protezione degli risparmiatori (equità)... oggi vi è la consapevolezza che così non è, almeno per quanto riguarda i mercati finanziari., I mercati non si sviluppano spontaneamente, oserei dire dal nulla”. CARDIA (2005).

³⁰³ “Con il Testo unico, in attuazione di direttive europee, si volle perseguire la finalità di un aumento del grado di tutela dell'investitore sotto almeno tre profili: migliorare la trasparenza dei mercati e la significatività dei prezzi; assicurare la protezione del risparmiatore nei confronti degli intermediari e dei gestori del risparmio; meglio garantire i diritti degli azionisti di minoranza delle società quotate”. SPAVENTA (2002).

organismo di vigilanza e regolamentazione degli emittenti, hanno fornito un primo contributo all'incremento della qualità dei mercati³⁰⁴.

Con specifico riferimento alle disposizioni inerenti l'informativa economico-finanziaria inserite nel T.U.F., esse sono contenute all'interno degli artt. 114, 114-bis, 115 e 115-bis, dei quali i primi sono volti alla disciplina delle comunicazioni al pubblico, mentre gli ultimi regolano quelle da trasmettere a Consob. Nel dettaglio, come verrà specificato nel prosieguo, le previsioni relative alla *disclosure* rivolta al mercato pertengono la diffusione delle informazioni privilegiate, ivi comprese le raccomandazioni elaborate in via professionale, e le notizie attinenti l'attribuzione di strumenti finanziari ad esponenti aziendali, lavoratori e collaboratori. Negli artt. 115 e 115-bis sono invece fissati i poteri attribuiti all'autorità di vigilanza in materia di assunzione dei dati relativi agli emittenti quotati, attraverso regolamentazione, richieste espresse ed ispezioni.

Osservando il D. Lgs. 3/2006, è stato elaborato con il duplice obiettivo di garantire alle società di capitali una superiore grado di autonomia privata, perseguito con il ricorso all'autonomia statutaria³⁰⁵, e di mantenere un conforme livello di tutela dei mercati attraverso il costante riferimento alla trasparenza come valore per gli emittenti³⁰⁶. Ciò ha condotto all'introduzione di una maggiore flessibilità nella gestione aziendale, con la previsione di opzioni alternative per l'assetto di *governance*, ed a presidi più stringenti per le minoranza azionarie grazie alla definizione degli ambiti di competenza degli organi interni e delle responsabilità agli stessi riconosciute, così da coniugare le differenti esigenze delle parti coinvolte.

³⁰⁴ *"In relazione agli obiettivi che si intendevano perseguire la valutazione dei risultati del Testo unico è certamente positiva .E' migliorata la qualità dei mercati, in trasparenza e significatività dei prezzi; è aumentata notevolmente la tutela degli investitori, in termini di maggiore informazione e di garanzie di correttezza di comportamento degli intermediari e dei gestori. Sono stati introdotti nuovi presidi di protezione degli azionisti di minoranza (un diffuso, anche se discutibile, indice di protezione dell'investitore impiegato nella letteratura internazionale è passato per l'Italia da 1 a 5 su 6)". SPAVENTA (2002)*

³⁰⁵ *"Nella riforma è [...] prevalsa una concezione dell'autonomia privata forse più matura e adeguata ai tempi: una concezione che nasce sul presupposto di una sussidiarietà della regola, rispetto al libero dispiegamento degli interessi, con la precisazione, tuttavia, che la regola si giustifica e ha senso solo se assolve alla funzione di tutela di interessi fondamentali della comunità e se la tutela di tali interessi possa essere realizzata con mezzi tecnici che rendano non illusoria la loro protezione e non eludibile il loro precetto". VIETTI (2005): 287.*

³⁰⁶ *"... autonomia, in campo societario, non poteva che coniugarsi con un altro valore: la trasparenza. La trasparenza, nelle regole che abbiamo immaginato, non costituisce un valore per sé né solo per i creditori, il mercato, gli investitori. Vorrei suggerire anche l'idea che nelle discipline che abbiamo apprestato la trasparenza significhi anche e soprattutto ragione di promozione della società". VIETTI (2005): 288.*

Al riguardo, assume un certo rilievo la disciplina dei gruppi introdotta dalla riforma in oggetto, del tutto peculiare al contesto italiano, tesa a porre in evidenza la soggezione delle imprese controllate all'unitario indirizzo della gestione attuato dalla controllante. Allo scopo dianzi delineato la L. 3/2004 ha determinato alcune modifiche al dettato del codice civile, al fine di introdurre obblighi di pubblicità dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento e di stabilire un regime di responsabilità in capo agli organi di entrambe le categorie imprese coinvolte.

Successivamente ai due provvedimenti descritti, la constatazione dei margini di miglioramento passibili di ulteriore intervento hanno condotto all'emanazione della legge per la tutela del risparmio³⁰⁷ e la disciplina dei mercati finanziari, sul cui contenuto giova soffermarsi, in relazione alle peculiarità che contraddistinguono la norma in esame. Essa è stata infatti oggetto di svariate critiche, in relazione all'effettiva attitudine al rafforzamento della posizione delle minoranze azionarie e della *disclosure* degli emittenti. Nondimeno, l'introduzione di regole inerenti, a titolo di esempio, l'elezione di sindaci e amministratori di minoranza, i limiti al cumulo degli incarichi per i medesimi, le operazioni con parti correlate, nonché la definizione di un regime di responsabilità per la redazione dei documenti di bilancio, si presenta coerente agli indirizzi precedentemente evidenziati, ordinati al riassetto della disciplina di società quotate e mercato dei capitali. Prescindendo dai giudizi formulati in rapporto alla concreta efficacia di alcune disposizioni³⁰⁸, pare opportuno elencare in modo conciso le principali prescrizioni contenute nella legge 262/2005 in materia di comunicazione economico-finanziaria. Ciò assume infatti rilievo nella prospettiva della presente trattazione, in quanto le disposizioni in discussione da un lato determinano supplementari adempimenti informativi per le imprese rispetto a quanto già precedentemente stabilito dal quadro legislativo, dall'altro rafforzano il ruolo rivestito da Consob quale ente deputato alla supervisione ed alla regolamentazione delle stesse. Le disposizioni che incidono in via diretta sulla divulgazione dei dati aziendali al pubblico o a Consob pertengono ai seguenti aspetti, descritti per sommi capi come segue:

³⁰⁷ Cfr. ABBADESSA (2005); AGOSTINI (2005); COSTANTINO (2005); MONTALENTI (2005); NIGRO (2005); PANZANI (2005); PRESTI (2005); SALAFIA (2006); VIETTI (2005).

³⁰⁸ A tale riguardo si vedano PANZANI (2005), SALAFIA (2006), VIETTI (2005), AGOSTINI (2005).

- comunicazioni in capo a società quotate che hanno rapporti di controllo o di collegamento con società estere i cui ordinamenti impongono livelli di trasparenza inferiori a quelli richiesti dal sistema normativo italiano. Per tale categoria di società la L. 262/2005 introduce l'obbligo per la controllante di allegare a bilancio individuale e consolidato, se redatto, il bilancio delle suddette controllate estere, predisposto secondo principi contabili italiani o internazionalmente riconosciuti, sottoscritti per quanto attiene veridicità e correttezza da dirigente preposto, direttore generale e consiglio di amministrazione. A ciò deve essere aggiunta, inoltre, l'elaborazione di una relazione da parte degli amministratori, avente ad oggetto i rapporti intercorrenti tra società madre e controllata che dovrà essere trasmessa a Consob, unitamente agli altri documenti di cui sopra;
- identificazione del dirigente preposto³⁰⁹ alla redazione dei documenti contabili. A tale figura, introdotta con funzioni rivolte alla definizione delle procedure amministrative e contabili per la redazione di bilancio individuale e consolidato, nonché dell'informativa infrannuale, è demandata l'attestazione dell'adeguatezza e dell'applicazione delle suddette procedure, nonché della veridicità e correttezza dei dati divulgati, anche termini di corrispondenza alle risultanze delle scritture contabili medesime³¹⁰;
- adesione ai codici di comportamento. La nuova disciplina introdotta dalla legge esaminata, prevede che gli emittenti dichiarino l'eventuale adesione ai principi contenuti nei codici di autodisciplina, fornendo motivazione in caso di eventuali inadempimenti secondo il principio noto come *comply or explain*³¹¹;
- attribuzione di azioni a esponenti aziendali, dipendenti, collaboratori, al verificarsi della quale le società quotate sono tenute a dare comunicazione, secondo modalità definite a livello regolamentare, a Consob, a Borsa Italiana S.p.A. e ad almeno due agenzie di stampa dell'avvenuta approvazione da parte dell'assemblea di piani di compenso basati su strumenti finanziari, dettagliandone destinatari,

³⁰⁹ Cfr. ABETE (2006); FICO (2006); RODORF (2007).

³¹⁰ Pare opportuno precisare che tale attestazione deve essere firmata anche dagli amministratori delegati.

³¹¹ In merito alla rilevanza, da un punto di vista giuridico, dell'autoregolamentazione, si vedano BAGLIONI, GRASSO (2006); BRUTTI (2007).

motivazioni, modalità di esecuzione e di determinazione dei prezzi;

- realizzazione di una fusione per incorporazione di una società non quotata in una quotata, che abbia attivi di entità significativamente inferiori alla prima. Nel caso delineato sono previsti per l'emittente obblighi in ordine sia alla pubblicità del prospetto informativo, sia a precise comunicazioni a Consob, nella forma e secondo le modalità da questa individuate.

La breve descrizione delle misure contenute nella legge per la tutela del risparmio, sebbene sicuramente riassuntiva, pone in evidenza due aspetti critici in merito alle tendenze in atto nel contesto giuridico italiano.

In primo luogo, emerge chiaramente dalle disposizioni in esame, prescindendo da valutazioni di merito, come l'obiettivo sottostante sia da individuarsi nel perseguimento di un consistente grado di trasparenza economico-finanziaria, idoneo a porsi quale effettivo presidio per i portatori di interesse situati all'esterno dell'impresa. In tale senso, le prescrizioni inerenti le comunicazioni dovute al pubblico e a Consob in merito ai bilanci delle controllate estere, all'adesione al codice di autodisciplina, così come le attestazioni introdotte per i documenti contabili, sembrano comprovare l'intenzione di attuare efficaci garanzie della veridicità e correttezza dei dati resi pubblici, laddove le notizie relative ai piani azionari ed alle fusioni rispondono all'esigenza di ridurre il gap esistente tra minoranze e *insider*, in merito a portata e implicazioni di operazioni ed accadimenti rilevanti.

Secondariamente, la disamina condotta, seppur breve, contribuisce ad evidenziare l'intensificazione dei poteri attribuiti a Consob in veste di autorità competente alla supervisione ed alla regolamentazione del mercato finanziario e degli emittenti in esso operanti. Ciò risulta coerente con quanto stabilito nel Piano d'Azione europeo, in cui alle autorità di vigilanza è dedicata un'apposita sezione intesa a sottolinearne l'efficacia e a suggerire l'adozione di meccanismi di coordinamento tra le stesse in ambito nazionale ed internazionale. La condivisione dell'orientamento comunitario appare significativa all'interno della L. 262/2005, essendo specificatamente previsto l'incremento dei compiti demandati a Consob in riferimento al corretto svolgimento delle attività nei mercati dei capitali. Tali accresciute funzioni si riflettono nel frequente rimando della norma all'organismo in oggetto, cui sono riconosciuti poteri sia di controllo sulla condotta degli emittenti quotati e sulle notizie da questi diffuse, sia di

sanzionamento nei confronti dei soggetti inadempienti, sia da ultimo di regolamentazione per quanto alla medesima delegato.

Quanto precisato in merito all'impianto normativo vigente nel contesto italiano tratteggia gli elementi caratterizzanti il tessuto giuridico nazionale, ponendo in luce una convergenza degli intenti di fondo del Legislatore con quelli perseguiti a livello comunitario. Conformi a questi ultimi paiono infatti gli obiettivi di crescita e modernizzazione delle regole rivolte a mercato e imprese, attuati in un quadro di trasparenza e tutela degli interessi istituzionali, grazie anche all'istituzione ed al rafforzamento di organismi sovraordinati.

In siffatta prospettiva devono dunque essere collocati gli atti emanati in recepimento delle direttive europee, schematizzati nella tabella seguente, al fine di interpretare e valutare le scelte operate in tale ambito alla luce dei margini di autonomia.

Direttiva comunitaria	Norma attuativa
Abusi di mercato - Dir. 2003/6	L. 62/2005
Modernizzazione -Dir. 51/2003	D. Lgs. 32/2007
Prospetti - Dir. 2003/71/CE	D. Lgs. 51/2007
OPA - Dir. 2004/25/CE:	D. Lgs. 229/2007
Trasparenza - Dir. 2004/109/CE	D. Lgs. 195/2007

Tabella 5.2 Interventi normativi in recepimento delle principali direttive europee in materia di disciplina dei mercati finanziari.

Nello specifico, la descrizione dei tratti fondamentali dei provvedimenti in discussione permette di pervenire ad una preliminare riflessione su quanto detto, relativamente agli interventi comunitari rivolti alla comunicazione economico-finanziaria:

- abusi di mercato³¹²: il recepimento della disciplina ad essi relativa ha modificato il T.U.F.³¹³, in ordine all'inserimento di disposizioni conformi a quanto dettato in materia dall'Unione Europea. Il novellato

³¹² L. 62/2005.

³¹³ Le modifiche di maggiore rilievo in relazione alla comunicazione economico-finanziaria degli emittenti quotati riguardano gli artt. da 114 a 115-bis ed il titolo I-BIS, dall'art 180 al 187.

testo del D. Lgs. 58/98 si presenta in linea con il disegno comunitario, recependo all'interno del titolo I-BIS, "Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato", la definizione medesima di informazione privilegiata. In particolare, le prescrizioni rilevanti in termini di informativa societaria sono contenute negli artt. 114 e 115, nei quali sono indicati gli adempimenti in capo agli emittenti, laddove si presenti la fattispecie in oggetto, i casi di sospensione e le deleghe attribuite a Consob in materia. A quest'ultimo riguardo all'autorità di vigilanza sono attribuite funzioni ispettive e sanzionatorie, atte ad ampliare significativamente i poteri ad essa tradizionalmente propri, estendendo la gamma dei soggetti a cui la stessa potenzialmente è legittimata a rivolgere indagini. La legge di attuazione richiede in tale ambito la tenuta di un apposito registro indicante nominativi e dati di coloro che per ragioni di carattere professionale, hanno accesso ad informazioni privilegiate. Inoltre, il provvedimento osservato introduce l'obbligo di correttezza e trasparenza di eventuali conflitti di interesse per coloro che producono e diffondono ricerche e valutazione inerenti gli strumenti finanziari delle società quotate;

- offerta pubblica di acquisto³¹⁴: in materia di OPA si rileva un'adesione *in toto* al disposto della direttiva europea, al dichiarato scopo del Legislatore italiano di confermare la previgente scelta per la contendibilità³¹⁵ delle imprese nazionali. Nonostante tale osservazione, pare interessante precisare come l'obiettivo ora delineato sia stato perseguito attraverso la scelta di rendere obbligatorie due opzioni previste nel resto comunitario, coincidenti con il mantenimento della regola della passività³¹⁶, in base alla quale la realizzazione di un'azione di contrasto da parte degli amministratori deve essere preceduta dall'autorizzazione specifica dell'assemblea degli azionisti, da un lato, e con l'accoglimento dell'obbligo di neutralizzazione, inerente il disinnescamento di eventuali clausole relative a diritti di voto multiplo e

³¹⁴ D. Lgs. 229/2007. Si vedano COTTONE (2007); SABBATINI (2007).

³¹⁵ "... L'Italia si caratterizza per aver approvato integralmente le norme fissate dal legislatore comunitario. Una scelta condotta in difesa dell'impianto liberista che già permeava la legislazione precedente. E funzionale a mantenere un elevato livello di contendibilità delle società quotate italiane". Cfr. SABBATINI (2007).

³¹⁶ In merito alla regola della passività ed alla definizione della stessa precedentemente il recepimento della direttiva comunitaria sulle OPA, si veda PERUGINO (2004).

limitazioni del diritto di voto³¹⁷, dall'altro. Giova peraltro puntualizzare che tali regole risultano, però, limitate dal principio di reciprocità, in base a cui le misure atte a contrastare l'acquisizione possono in ogni caso essere attivate, laddove l'offerente abbia una speculare possibilità in relazione alla normativa del Paese di appartenenza. In relazione alle disposizioni inerenti la *disclosure*, è stabilito dalla legge attuativa che la decisione intraprendere l'OPA o il sorgere dell'obbligo ad essa relativo in capo all'offerente debba essere comunicata senza indugio a Consob ed al pubblico secondo modalità e forme stabilite dall'autorità di vigilanza. Ciò concorre, in analogia a quanto detto per la disciplina dell'abuso di mercato, ad incrementare in misura ulteriore i poteri a quest'ultima attribuiti, coerentemente all'orientamento definito in ambito comunitario e agli obiettivi di crescita e modernizzazione sottesi alla regolamentazione nazionale di mercati finanziari ed imprese;

- prospetti³¹⁸: l'accoglimento del provvedimento a tale proposito emanato dall'Unione Europea, che ha condotto all'adeguamento del D. Lgs. 58/98, è stato realizzato con il D. Lgs. 51/2007. Nonostante il ritardo, Consob aveva già manifestato la consapevolezza dell'importanza del passaporto unico, adeguando il proprio regolamento già in epoca precedente. L'attività di recepimento, anche in questo caso si è attenuta in misura sostanzialmente fedele al quanto stabilito nel contesto comunitario, rendendo vigenti per tale via le disposizioni inerenti il riconoscimento transnazionale dei prospetti redatti dagli emittenti ed approvati dall'organo di vigilanza. A quest'ultimo è stata delegata una vasta attività volta non solo alla regolamentazione di forma e contenuto dei documenti in oggetto, ma anche l'insieme dei criteri intesi alla definizione delle regole di correttezza imposte ad emittenti, offerenti e soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, nonché l'insieme delle procedure relative ad applicazione e pubblicazione;
- trasparenza³¹⁹: la direttiva in esame, intesa ad armonizzare le pratiche

³¹⁷ "[La regola] della neutralizzazione... disinnesca eventuali clausole relative a limitazioni del diritto di voto o a diritti di voto multiplo, qualora un offerente raggiunga la soglia del 75% del capital per effetto di un'offerta pubblica". SABBATINI (2007).

³¹⁸ L. 262/2005; D. Lgs. 51/2007

³¹⁹ D. Lgs. 195/2007.

di *disclosure* degli emittenti quotati nei diversi Stati membri, è rivolta alla definizione della parità di trattamento dei portatori di strumenti finanziari che si trovano in identiche condizioni, nonché all'individuazione delle "informazioni regolamentate". Queste sono costituite dal fascicolo di bilancio individuale e consolidato, laddove redatto, e dalle relazioni infrannuali. Il contenuto del provvedimento si estende inoltre alla richiesta di comunicazioni inerenti dati e notizie supplementari, quali ad esempio il cambiamento intervenuto nei diritti inerenti le varie categorie di azioni, o le garanzie collegate all'emissione di titoli di debito. La legge di attuazione recepisce in modo conforme alle previsioni comunitarie la disciplina degli strumenti di comunicazione economico-finanziaria periodica ed il principio della parità di trattamento, rimandando all'attività di Consob³²⁰ o ignorando gli altri aspetti oggetto di prescrizione;

- modernizzazione³²¹: in riferimento al provvedimento comunitario citato è necessario fornire una precisazione. L'intento del Legislatore europeo, sottostante l'emanazione della presente direttiva, deve essere individuato nell'avvio di un processo di avvicinamento dell'informazione contabile propria dei singoli Stati membri agli IAS/IFRS. Posta una simile premessa concettuale all'impianto del testo normativo, il contenuto dello stesso si rivolge a due differenti tematiche, l'una più strettamente definita dallo scopo prefissato, l'altra attinente le modalità di redazione ed i contenuti di relazione sulla gestione e relazione finale dei revisori. A tale proposito deve essere sottolineato come il recepimento nel contesto italiano di tale intervento si sia esplicito in riguardo al secondo aspetto, non essendo prevista alcuna forma di attuazione per quanto attiene l'adeguamento delle tecniche contabili a standard maggiormente affini a presupposti logici intrinseci a principi contabili internazionali.

La descrizione delle concrete modalità di recepimento delle direttive

³²⁰ In merito agli ambiti di regolamentazione demandati a Consob nel recepimento della direttiva in esame, un esempio è rappresentato dalla definizione del regime linguistico.

³²¹ D. Lgs. 32/2007. In merito al recepimento della presente direttiva, pare opportuno precisare che le modifiche apportate per tale via a contenuto e struttura della relazione sulla gestione sono state introdotte in conformità a quanto elaborato nel corso del 2006 dall'OIC. Inoltre si prevede un'ulteriore modifica della normativa di attuazione in seguito alla necessità di accoglimento della direttiva 2001/65/CE. Per approfondimenti inerenti le opzioni attuate nel recepimento della direttiva in esame, si vedano FORTUNATO (2006); SOTTORIVA (2007); VERNA (2007).

UE seguite dal Legislatore nazionale consente di elaborare alcune embrionali riflessioni in merito, da un lato, al significato sotteso alle scelte operate in tal senso nell'ordinamento italiano, dall'altro al ruolo ed all'impatto attribuibile alla presenza di un'autorità sovranazionale quale quella comunitaria. L'adesione tendenzialmente fedele ai testi normativi europei, nonostante i frequenti ritardi riscontrati nell'emanazione delle leggi attuative, pone in luce l'intento di rispondere in modo efficace alle esigenze degli operatori del mercato nella direzione della crescita dei mercati finanziari secondo una prospettiva concorrenziale che sempre più, anche a seguito della stessa azione intrapresa dall'Unione, si configura in termini internazionali. Nonostante le molteplici critiche rilevate a riguardo dell'incisività e della coerenza dell'impianto normativo nazionale, infatti, sembra comunque significativa l'introduzione in via vincolante di meccanismi atti a rafforzare la trasparenza così come la protezione offerta agli interessi ritenuti meritevoli di tutela, realizzata sia attraverso l'emanazione di leggi specifiche all'ordinamento nazionale – delle quali la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento è un esempio – sia in seguito al recepimento delle misure definite dall'UE. In siffatta circostanza, l'intervento comunitario sembrerebbe assumere un ruolo di rilievo in quanto le direttive dalla stessa introdotte, nonostante le opzioni lasciate all'autonoma scelta degli Stati membri, conseguono l'effetto di indurre modifiche all'impianto legislativo nella direzione di superiori livelli di efficienza societaria e dei mercati. A ciò deve essere aggiunto, sempre nella tendenza alla conformità all'orientamento europeo, l'accrescimento dei poteri riconosciuti all'autorità di vigilanza³²², in termini di controllo, regolamentazione e sanzionamento, inteso a rinvigorire in misura ulteriore i presidi posti all'integrità del mercato. L'insieme dei fattori ora menzionati costituisce un aspetto significativo, se considerato in rapporto ad un sistema giuridico come quello italiano che, derivando dalla tradizione di *civil law*, si contraddistingue per radicamento e vischiosità degli istituti contrastanti con il crescente dinamismo del contesto economico internazionale.

5.2. IL RAFFORZAMENTO DEI POTERI DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA NEL

³²² In merito al citato rafforzamento del ruolo di Consob si veda CARDIA (2006).

CONTESTO NAZIONALE

Gli obblighi previsti in capo alle aziende in materia di comunicazione economico-finanziaria, come anticipato, sono oggetto di regolamentazione da parte di Consob, secondo le linee di indirizzo delineate a livello normativo. Una trattazione intesa a fornire un quadro generale degli stessi non può, pertanto, prescindere dalla descrizione delle disposizioni contenute a tale proposito nel Regolamento Emittenti³²³, come modificato nel corso degli anni in relazione alle prescrizioni contenute nei provvedimenti legislativi. Nel citato documento, infatti, è disciplinato il complesso delle informazioni che gli emittenti devono trasmettere al pubblico e all'autorità di vigilanza in rapporto ai differenti elementi dell'attività aziendale, la cui conoscenza da parte degli operatori del mercato è ritenuta essenziale al corretto svolgimento delle operazioni di scambio. Poiché lo scopo della disamina proposta risiede nel tracciare le linee essenziali dell'impianto giuridico italiano, in relazione all'attività di armonizzazione intrapresa dall'Unione Europea, risulta coerente con esso una sintesi della sezione intitolata "Informazione societaria"³²⁴ del Regolamento medesimo, riportandone per punti i contenuti, così da identificarne i principali ambiti di intervento:

- informazione su eventi e circostanze rilevanti³²⁵: in tale sezione è fatto espresso riferimento all'insieme di accadimenti idonei ad influenzare il pubblico nelle proprie decisioni di investimento, per i quali si rende pertanto necessaria un'adeguata comunicazione in ordine alla tutela dei soggetti in posizione di debolezza. Gli articoli in oggetto definiscono dunque le modalità, i tempi ed i contenuti con cui deve avvenire la trasmissione dei dati considerati, ivi compresi i casi in cui gli stessi siano giunti a conoscenza del mercato in forma di *rumor*;
- raccomandazioni³²⁶: le disposizioni ad essere relative sono volte alla garanzia della correttezza delle sollecitazioni alla compravendita di strumenti finanziari, con precipuo riguardo ai soggetti che procedono

³²³ Regolamento Consob n. 11971 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti.

³²⁴ Le disposizioni inerenti l'informativa societaria sono contenute nella Parte III, Emittenti, del titolo II, artt. 65-114-*bis* del Regolamento Emittenti.

³²⁵ Reg. Consob n. 11971, artt. da 65-*bis* a 68.

³²⁶ Reg. Consob n. 11971, artt. da 69 a 69-*novies*.

all'elaborazione delle stesse a livello professionale. A siffatto proposito, è prevista la chiara distinzione tra i fatti e le connesse interpretazioni datene, nonché la notifica di eventuali conflitti di interesse in capo a coloro ne danno diffusione;

- informazioni sulle operazioni straordinarie³²⁷: al pari di quanto visto in merito al verificarsi di eventi rilevanti, anche nella presente fattispecie l'autorità intende fornire un presidio per gli *outsider*, stabilendo meccanismi atti a garantire la conoscibilità delle operazioni che, per la loro natura, risultano idonee ad influenzare sensibilmente l'andamento gestionale degli emittenti. Tra queste sono infatti ricomprese, a titolo di esempio, fusioni, scissioni, aumenti di capitale, acquisizioni e cessioni. Queste si connotano nel loro insieme quali operazioni influenti sugli assetti proprietari dell'impresa e pertanto di estremo rilievo con riguardo alla protezione dei terzi presenti sul mercato;
- informazione periodica³²⁸: si tratta della disciplina rivolta alle modalità di redazione e diffusione dei documenti contabili quali il fascicolo di bilancio individuale e quello consolidato, nonché le relazioni trimestrale e semestrale. In merito ai primi, giova ricordare come sia prevista dal presente regolamento³²⁹ l'indicazione all'interno degli stessi delle remunerazioni corrisposte ad amministratori, membri degli organi di controllo e direttori generali.

L'insieme delle prescrizioni contenute nel Regolamento Emittenti in merito all'informazione societaria, pur definendo con chiarezza gli obblighi di *disclosure* degli emittenti quotati in merito ai dati espressivi di reddito e capitale prodotto e agli accadimenti gestionali idonei ad influenzare il processo decisionale degli investitori, nondimeno non esauriscono le disposizioni previste in tema di comunicazione finanziaria.

Il recepimento degli interventi attuati in ambito comunitario, come visto nel paragrafo precedente, oltre all'integrazione della sezione ora descritta, ha determinato l'introduzione e la modifica di alcune sezioni del regolamento medesimo secondo quanto stabilito dalle prescrizioni del T.U.F., in ordine all'accoglimento dei precetti da questa emanati. In particolare si fa riferimento a:

³²⁷ Reg. Consob n. 11971, artt. da 70 a 76.

³²⁸ Reg. Consob n. 11971, artt. da 77 a 83.

³²⁹ Reg. Consob n. 11971, art. 78.

- prospetti di quotazione³³⁰: in seguito al recepimento della correlata direttiva comunitaria, le deleghe regolamentari hanno indotto una riorganizzazione della disciplina dei prospetti di quotazione, in ordine all'adempimento delle disposizioni del T.U.F. In particolare, l'autorità di vigilanza ha definito il contenuto del prospetto e le relative modalità di presentazione dello stesso, l'obbligo di presentazione annuale di un documento contenente le informazioni rese pubbliche in Stati membri o Paesi terzi nei dodici mesi precedenti, nonché la possibilità di un'eventuale richiesta di aggiornamento ed integrazione delle informazioni;
- abuso di mercato³³¹: le modifiche apportate al Regolamento Emittenti in relazione a tale tematica ineriscono gli obblighi di trasparenza per gli emittenti in caso di eventi e circostanze rilevanti, non necessariamente già verificatesi, le modalità di tenuta ed il contenuto minimo del registro riportante i nominativi di coloro che hanno accesso ad informazioni privilegiate, le comunicazioni attinenti le operazioni effettuate da soggetti rilevanti o da persone a questi legate;
- offerte pubbliche di acquisto³³²: in relazione alle OPA, Consob ha definito attraverso la propria attività di regolamentazione gli aspetti ad essa attribuiti dal D. Lgs. 58/98. Nello specifico, la sezione dedicata a tale materia è suddivisa in due capi, l'uno inerente le disposizioni generali, l'altro relativo alla disciplina dell'OPA obbligatoria. Nella prima sono precisati, come già anticipato in altra parte del capitolo, gli aspetti inerenti contenuti, tempi, forma del comunicato richiesto all'offerente nel momento in cui lo stesso decida l'operazione o, alternativamente, superi le percentuali previste *ex lege*. Nel Regolamento Emittenti sono definite inoltre le modalità di pubblicazione del prospetto di offerta e le regole di trasparenza e correttezza vigenti per entrambe le parti coinvolte, nonché la disciplina in caso di offerte concorrenti. Nel secondo capo, sono contenute dettagliate disposizioni in merito alle procedure inerenti i casi di OPA obbligatoria.

Le disposizioni contenute nel Regolamento Emittenti hanno

³³⁰ Reg. Consob n. 11971, Parte III, Titolo I, Artt. da 51 a 64-bis.

³³¹ Cfr. nota 310.

³³² Reg. Consob n. 11971, Parte II, Titolo II, att. Da 35 a 50.

progressivamente assunto centralità nella definizione degli obblighi di comunicazione economico-finanziaria imposti agli emittenti quotati, in corrispondenza all'intensificazione dei poteri ad essa attribuiti in materia di vigilanza e sanzionamento delle società sottoposte a controllo. Ciò appare coerente con quanto stabilito nel Piano d'Azione per i Servizi Finanziari, in relazione all'intento comunitario di conferire un ruolo primario alle autorità di vigilanza del mercato dei capitali, favorendone inoltre la cooperazione a livello internazionale. L'indipendenza delle stesse, derivante dalla natura di organismi di emanazione pubblica e sovraordinati, è ritenuta fondamento dell'efficacia della loro istituzione, in ordine al contemporaneo conseguimento degli obiettivi di integrazione e competitività del mercato finanziario unico e della tutela dei portatori di interessi.

I precedenti paragrafi hanno consentito di tratteggiare un quadro del contesto giuridico nazionale in termini di evoluzione normativa. Gli interventi più recentemente attuati si contraddistinguono per l'indirizzo ad un rafforzamento della trasparenza societaria, da conseguirsi attraverso l'imposizione di una normativa cogente, atta a garantire standard minimi uniformi per le società operanti nel contesto nazionale. In tali presupposti, l'attività di armonizzazione dell'Unione Europea sembra avere favorito l'adozione di simili orientamenti, attraverso la promozione di regole idonee ad aumentare l'efficienza di imprese e Borse valori secondo le esigenze emergenti in ambito operativo. Nondimeno, la stessa attività del Legislatore italiano è stata svolta in tale ottica, come posto in evidenza dalla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento. Questa è intesa infatti allo scopo definito di rendere attuabile la ricostruzione dei confini societari dei gruppi aziendali, così da chiarire le dinamiche gestionali in essi attuate, nell'intento di apporre efficaci presidi per i portatori di interessi istituzionali attraverso adeguati livelli di *disclosure*.

5.3. DISCIPLINA DELL'ATTIVITÀ DI DIREZIONE E COORDINAMENTO: EVIDENZE EMPIRICHE

Si è detto come all'interno della sostanziale aderenza degli interventi normativi emanati in Italia in recepimento delle direttive comunitarie, la disciplina dei gruppi aziendali introdotta con la riforma del diritto

societario costituisca un aspetto del tutto peculiare al nostro contesto giuridico. Tali considerazioni richiedono una riflessione circa l'impianto e le finalità della normativa in oggetto, in ragione della matrice espressamente nazionale.

Il tema dei gruppi è andato assumendo una sempre maggiore rilevanza in conseguenza alla larga diffusione di tale struttura all'interno del contesto economico. Le ragioni di quest'ultimo fenomeno possono essere ricondotte alle esigenze di pervenire a forme di organizzazione e a strutture societarie atte a consentire il perseguimento dell'efficienza, l'incremento dimensionale e la flessibilità, quali strumenti essenziali alla sopravvivenza in un contesto competitivo allargato, come quello odierno. Le mutate condizioni di ambiente, postulando competenze adeguate all'internazionalizzazione dei mercati, hanno infatti indotto una generalizzata tendenza all'integrazione, orizzontale e verticale, e all'accrescimento delle dimensioni stesse delle imprese, spesso realizzata mediante il ricorso alle differenti forme di aggregazione delle aziende..

Nella prospettiva dianzi tratteggiata e all'interno di queste ultime, il gruppo aziendale si connota per la struttura distintiva ad esso propria, data dalla compresenza di una pluralità di soggetti giuridici subordinati, di contro, ad un unico soggetto economico. Ciò determina la soggezione delle differenti unità economiche, giuridicamente autonome, ad un unitario intento direzionale, atto ad influenzarne scelte gestionali, linee di indirizzo e politiche strategiche. Il condizionamento esercitato per tale via determina un insieme di problematiche del tutto specifiche e distintive in merito alle esigenze di protezione delle minoranze ed all'implementazione di efficaci pratiche di trasparenza, originate dalla sussistenza dell'unitarietà della logica sottesa alla conduzione delle singole aziende ricomprese nel gruppo medesimo. In particolare, l'esercizio di un'influenza dominante si traduce nell'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento da parte del soggetto in posizione di controllo, volta ad indirizzare l'attività delle imprese al conseguimento degli interessi di gruppo, e contemporaneamente quelli di controllate e soci di minoranza.

Quanto evidenziato si riverbera sulla comunicazione economico-finanziaria in ragione della complementarietà rivestita dai due principali documenti contabili ad essa deputati in tale fattispecie, vale a dire bilancio individuale della capogruppo e bilancio consolidato. Nel primo, infatti, pur essendo riportate le partecipazioni detenute nelle società controllate e

collegate e le operazioni intrattenute tra le medesime, nondimeno non risultano evidenti i nessi di interrelazione esistenti tra le differenti unità operative atti a fornire una misura dell'economicità di gruppo. Quest'ultima può invece essere valutata con un maggiore grado di chiarezza attraverso la lettura dei conti consolidati, in quanto i dati in essi rilevati si presentano spuri delle duplicazioni inerenti flussi di reddituali e finanziari attraverso l'applicazione delle rettifiche di consolidamento, in considerazione della natura unitaria della gestione. Le osservazioni di cui sopra possono essere condotte in misura speculare per ciò che riguarda gli *annual report* delle imprese controllate, la cui soggezione all'altrui direzione e coordinamento influenza inevitabilmente i risultati aziendali ed i dati patrimoniali e finanziari, in un'ottica superaziendale³³³.

Le circostanze delineate contribuiscono a comprendere l'estrema criticità connessa al tema della trasparenza informativa dei gruppi quale strumento di tutela dei portatori di interessi, derivante in una certa misura dalla necessità di procedere ad una lettura integrata dei differenti documenti contabili al fine di conseguire una conoscenza significativa e corretta in merito agli andamenti gestionali. Ciò postula, quale diretta conseguenza delle specificità sottolineate, la conoscenza precisa del perimetro di gruppo, in quanto soltanto attraverso questa si rende possibile l'accesso all'insieme complessivo dei dati rilevanti, da un lato, e l'acquisizione dei presupposti necessari ad un'efficace interpretazione delle dinamiche ad essi sottese, correlate all'unitarietà dell'indirizzo.

All'interno del quadro operativo delineato si colloca l'intervento normativo nazionale volto ad una disciplina degli aspetti citati, al fine di garantire superiori gradi di protezione alle minoranza in un contesto caratterizzato da rilevanti gradi di incertezza e scarsa conoscibilità delle strutture effettive di gruppo. La riforma del diritto societario ha in tal senso rielaborato la disciplina previgente in materia, nell'intento di rendere maggiormente accessibile l'informativa riguardante il perimetro dei gruppi medesimi. Il D. Lgs. 3/2006, pur non enunciando una definizione di gruppo³³⁴, ha introdotto all'interno del codice civile una

³³³ Cfr. AZZALI (2002); BIANCHI (1990); CARATTOZZOLO (2002); CASSANDRO (1985); FELLEGARA, MARCHINI, TIBILETTI, D'ESTE (2007a) e (2007b); PASSAPONTI B. (1994).

³³⁴ Nell'ordinamento giuridico italiano non è precisata la nozione di gruppo, ravvisandosi la sola definizione di società controllate nell'art. 2359 del codice civile. A tale ultimo riguardo, occorre però precisare che con la menzione del controllo conseguito in ragione dell'esercizio di un'influenza dominante in seguito a particolari vincoli contrattuali il Legislatore non intende fare riferimento ai

serie di disposizioni atte a regolare l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte di un'impresa su un'altra³³⁵. Nello specifico, per quanto riguarda la definizione di quest'ultima e, dunque, la constatazione del verificarsi o meno della fattispecie in esame, essa è presunta laddove siano soddisfatte le condizioni individuate dall'art. 2359³³⁶ c.c. in merito all'accezione di controllo. Questo, infatti, secondo quanto definito dall'ordinamento giuridico nazionale, si realizza secondo tre differenti modalità: mediante il possesso della maggioranza dei diritti di voto esercitabili all'interno dell'assemblea ordinaria; attraverso il possesso di una percentuale di diritti di voto sufficiente a conseguire un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria; in base all'esercizio della suddetta influenza in relazione a particolari vincoli contrattuali.

Ai casi sopra individuati, ponendosi la presunzione dell'attività di direzione e controllo, si applicano le previsioni introdotte con la riforma del 2003. Queste, in sintesi, ineriscono l'individuazione di una responsabilità in capo al soggetto controllante ed agli organi amministrativi e di controllo del medesimo³³⁷, laddove gli indirizzi trasmessi in merito alla gestione arrechino un danno patrimoniale alle società controllate. In linea con tale prescrizione, è altresì previsto il diritto di recesso del socio dissenziente nei casi di trasformazione dell'impresa atta ad incidere sullo scopo sociale, pronuncia a favore del medesimo di una condanna a carico dell'esercente dell'attività di direzione e coordinamento, nonché laddove abbia inizio o cessi l'attività stessa nelle non quotate. L'obiettivo preposto a tali provvedimenti risiede nell'approntamento di meccanismi intesi a presidiare gli azionisti di minoranza attraverso mezzi idonei a proteggere gli stessi da condotta e decisioni dell'ente in posizione di controllo non conformi alle attese ad essi proprie.

Accanto agli strumenti ora descritti, maggiormente inerenti l'ambito della *governance*, giova soffermarsi sulle disposizioni inerenti la notifica

contratti di dominazione, in quanto non può "ritenersi compatibile con il nostro ordinamento una totale sottomissione di una società alla volontà di un'altra società, al punto di giudicare prevalente l'interesse della società sovrastante, senza alcun riguardo alle conseguenze negative presso la società sottostante". GHINI (2006). Si veda anche SALAFIA (2004).

³³⁵ Cfr. artt. 2497-2497-*sexies* codice civile.

³³⁶ Per approfondimenti in merito alla disciplina dei gruppi introdotta con la riforma societaria si veda GALGANO (2003: 243 e ss.).

³³⁷ Analoghe responsabilità sono previste in capo agli organi amministrativi e di controllo delle controllate stesse, laddove ne sia provata la negligenza, l'imperizia o il dolo.

della soggezione all'altrui attività di direzione e coordinamento, intese a promuovere la trasparenza delle dinamiche a questa correlate all'interno della comunicazione economico-finanziaria d'azienda. In dettaglio, l'art. 2497-bis del codice civile prescrive in capo alle controllate le seguenti forme di pubblicità:

- iscrizione in un'apposita sezione del Registro delle Imprese appositamente riportante le società che esercitano attività di direzione e coordinamento e di coloro che ad essa sono soggette;
- indicazione negli atti e nella corrispondenza della società alla cui attività di direzione e coordinamento sono subordinate;
- esposizione del prospetto riepilogativo contenente i dati essenziali della controllante, nella nota integrativa o in altra sezione del bilancio individuale a tale scopo deputata;
- descrizione della natura e degli effetti dei rapporti intrattenuti con la controllante e con le altre imprese controllate;
- illustrazione nella relazione sulla gestione di motivazioni ed interessi sottostanti l'assunzione di decisioni influenzate dalla società esercente l'attività di direzione e coordinamento.

Quanto sopra, pone in evidenza il chiaro intento di conseguire una più chiara comprensione dell'influenza effettivamente esercitata dalla controllante sullo svolgimento dell'attività delle imprese ad essa assoggettate, nonché della complessiva configurazione delle dinamiche interne al gruppo in termini di interessi perseguiti e di attitudine all'economicità sia complessiva, sia delle singole controllate. In tale accezione, l'insieme delle norme predisposte dal Legislatore italiano sembrerebbero rappresentare un efficace mezzo volto ad incrementare la *disclosure* e, così, la comprensibilità dell'informativa del gruppo stesso in ordine alla protezione degli *stakeholder*.

In considerazione dell'accennata peculiarità della disciplina in esame quale intervento legislativo specifico al contesto nazionale e del potenziale contributo dalla stessa offerto in termini di accrescimento della trasparenza societaria, si è ritenuto interessante procedere ad un'indagine empirica finalizzata alla verifica della concreta efficacia e dell'effettiva

osservanza di tale normativa³³⁸. A tale scopo sono stati analizzati i bilanci relativi all'anno 2005 di un campione di 267 società quotate³³⁹, al fine di individuare il grado di adesione agli obblighi pubblicitari contenuti nel disposto dell'art. 2497-*bis* del codice civile. In ordine ad una verifica di tale riscontro, si è successivamente proceduto al confronto di quanto emerso da tale prima fase le informazioni estratte dalla banca dati inerente l'apposita sezione del Registro delle Imprese, così come stabilito dalla riforma del diritto societario.

In merito al primo momento della rilevazione, la ricerca è stata condotta mediante l'analisi dei bilanci individuali delle imprese appartenenti al campione, con particolare riferimento a relazione sulla gestione e nota integrativa, al fine di verificare l'effettivo adempimento dei doveri pubblicità definiti in rapporto al contenuto degli stessi. In particolare, si è ricercata in prima istanza la presenza, o meno, della dichiarazione di soggezione ad altrui attività di direzione e coordinamento. Successivamente si è inteso verificare la sussistenza all'interno dei documenti contabili di notizie inerenti sia i rapporti intrattenuti con la controllante e con le altre controllate, nonché gli effetti di tali relazioni su attività e risultati aziendali, sia la specificazione dei processi decisionali – e delle sottostanti motivazioni – avvenuti in seguito all'influenza esercitata dalla controllante medesima. L'indagine ha condotto ai risultati esposti nella tabella a pagina seguente.

L'analisi condotta pone in luce come solo 67 dei 267 emittenti quotati compresi nel campione dichiarino la propria soggezione all'altrui attività di direzione e coordinamento, con un'incidenza percentuale pari al 25% dei soggetti esaminati. Una prima riflessione in merito a tale dato potrebbe inerire la discrezionalità insita nell'interpretazione dell'effettivo contenuto concettuale di tale attività, in ragione dell'assenza di una nozione chiara ed univocamente enunciata dal legislatore, onde non dare adito a dubbi inerenti tale aspetto definitorio.

In merito alle informazioni prescritte dagli artt. 2497-*bis* e 2497-*ter*, emerge come la maggioranza (82,09%) dei bilanci del sottocampione così

³³⁸ I dati presentati nella trattazione sono stati rilevati nell'ambito del cofinanziato dal MIUR (Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca) che ha avuto inizio a partire dal 2005 dal titolo "Comunicazione del valore e tutela degli interessi istituzionali nei gruppi aziendali – Assetti proprietari e comunicazione economico-finanziaria nei gruppi aziendali".

³³⁹ L'elenco delle società oggetto del campione, unitamente a quello delle società che ne sono state escluse con la relativa descrizione delle motivazioni sono forniti in Allegato 10.

delineato riporti il bilancio sintetico del soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento, per lo più secondo lo schema proposto dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), laddove un numero esiguo di imprese ha adottato schemi alternativi (17,09%). Un percentuale leggermente inferiore, ma comunque significativa, delle società indagate fornisce i dati e le notizie relative ai rapporti intrattenuti con la controllante e con le altre controllate, ponendo in evidenza una sostanziale uniformità di rispondenza al dettato normativo per quanto attiene le diverse categorie di informazioni, reddituali e finanziarie, e le due categorie di entità (controllante e controllate) correlate ai suddetti rapporti.

INFORMAZIONI RACCOLTE	SI	NO	Note
La società è sottoposta ad altrui attività di direzione e coordinamento?	67	200	
Nella nota integrativa è presente il bilancio sintetico della controllante?	55	12	
Se sì, è redatto secondo lo schema OIC?	40	15	No = altro modello
Nella relazione sulla gestione sono presenti le seguenti informazioni?			
- rapporti economici con la controllante;	44	23	
- rapporti patrimoniali con la controllante;	43	24	
- rapporti economici con le consorelle;	44	23	
- rapporti patrimoniali con le consorelle;	41	26	
- effetti dell'attività di direzione e coordinamento sull'esercizio;	6	61	
- effetti dell'attività di direzione e coordinamento sul risultato;	5	62	
- decisioni influenzate dalla sottomissione ;all'altrui attività di direzione e coordinamento.	3	64	

Tabella 5.3 Sintesi dei dati inerenti le comunicazioni previste dalla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento rilevati nei bilanci delle società del campione.

Del tutto difforme appare, invece, il grado di trasparenza attinente la descrizione dell'influenza esercitata nell'ambito delle decisioni concernenti l'indirizzo gestionale, nonché le motivazioni e gli interessi soggiacenti alle scelte compiute. A questo riguardo, infatti, solo una ridotta minoranza dei soggetti del campione presenta notizie all'interno del bilancio individuale.

L'insieme dei risultati scaturiti dall'indagine empirica, mostrando un discreto grado di adesione alle prescrizioni inerenti i dati più strettamente riferibili agli aspetti quantitativi e contabili contro la più contenuta propensione a comunicare le dinamiche sottese al processo decisionale, sembra porre in luce una scarsa attitudine della normativa a rendere trasparenti le dinamiche di gruppo. Se infatti, la conoscenza dell'effetto legato alla realizzazione di operazioni infragruppo consente una più corretta valutazione dell'andamento gestionale e dell'economicità sia del gruppo medesimo, sia delle singole controllate, nondimeno la precisazione delle ragioni sottostanti le scelte attuate dall'amministrazione di queste ultime e del grado di condizionamento riconducibile all'unitario indirizzo di gruppo costituirebbe un elemento conoscitivo rilevante in ordine alla comprensione delle politiche dallo stesso implementate e, pertanto, degli interessi in siffatto modo perseguiti.

Unitamente a quest'ordine di considerazioni, l'esiguo numero di società, rispetto al totale che costituisce il campione, nel cui bilancio è dichiarata la soggezione all'attività di direzione e coordinamento pone dubbi in merito all'effettivo rispetto da parte delle stesse di quanto previsto all'interno degli articoli del codice civile. Allo scopo di verificare il grado di correttezza delle notizie fornite in materia nei documenti contabili e dunque l'efficacia della norma in rapporto alla concreta possibilità di ricostruzione del perimetro di gruppo, nella seconda fase della ricerca empirica si è tentato di comparare i risultati conseguiti con i dati estratti dalla banca dati della Camera di Commercio³⁴⁰, per quanto riguarda l'iscrizione che le società soggette ad altrui attività di direzione e

³⁴⁰ In merito alla comparazione dei dati estrapolati dai bilanci individuali delle società comprese nel campione con quelli tratti dall'interrogazione della banca dati della Camera di Commercio, è necessario precisare che, mentre i primi sono relativi alla data di chiusura dell'esercizio – 31 dicembre 2005 – i secondi si riferiscono invece al 31 gennaio 2007. A tale proposito giova però rilevare che da una prima consultazione dell'elenco soci, questi non risultano significativamente modificati nell'arco di tempo considerato.

coordinamento sono tenute ad effettuare *ex art. 2497-bis*. Incrociando le informazioni in tal modo ottenute, si è rilevata un'incongruenza per quanto attiene la dichiarazione in oggetto, come evidenziato in tabella seguente

FONTE E CONGRUENZA DELLE INFORMAZIONI	N°
Presenza in Data Base Camera di Commercio	53
Informazione derivante da Bilancio	67
Incoerenze Bilancio/Camera di Commercio	33

Tabella 5.4 Comparazione delle informazioni relative alla soggezione ad altrui attività di direzione e coordinamento rilevate nei bilanci e nell'apposita sezione del Registro Imprese.

In seguito alla comparazione dei dati in esame, si osserva come in base alle due differenti forme di pubblicità prescritte dalla normativa in oggetto, non si possa riscontrare un'uniformità per quanto riguarda la dichiarazione della soggezione all'attività di direzione e coordinamento. Nello specifico, mentre tale notizia è presente nei bilanci individuali di 67 società del campione, l'adempimento dell'iscrizione nel Registro delle Imprese è stata effettuata solo da 53 di queste, rilevandosi incongruenze (presenza dell'attestazione in una delle due fonti esaminate, ma non nell'altra) nelle comunicazioni fornite da 33 soggetti³⁴¹.

Quanto sopra, congiuntamente alle conclusioni tratte dalla prima parte della ricerca, induce ad una riflessione in merito all'efficacia, in termini di grado di adesione da parte degli emittenti, della normativa introdotta con la riforma del diritto societario in materia di gruppi. Considerando infatti l'intento sotteso alle prescrizioni in esame, rinvenibile nell'incremento della trasparenza informativa dei gruppi stessi e nell'agevolazione del processo di ricostruzione del perimetro ad essi proprio, ad una prima analisi sembrerebbe che le informazioni effettivamente traibili dal regime di pubblicità imposto alle società soggette all'altrui attività di direzione e

³⁴¹ Il dettaglio delle incongruenze rilevate è fornito in allegato 10.

coordinamento si riveli non del tutto conforme a tali finalità. Nondimeno, pare opportuno riconoscere un certo valore all'intervento legislativo in discussione, in ragione del riconoscimento della valenza che la pubblicità dei legami intercorrenti tra le imprese riveste nell'ottica della *disclosure* e della tutela delle minoranze azionarie.

5.4. SPUNTI DI RIFLESSIONE RELATIVI ALL'EVOLUZIONE DELL'ORIENTAMENTO ITALIANO NELLA TUTELA DEGLI INTERESSI

L'attività di armonizzazione dell'Unione Europea intesa alla creazione di un mercato unico ed integrato dei mercati finanziari, qualificandosi come funzionale alla realizzazione di una disciplina omogenea in tale materia nei differenti Stati membri, postula l'emanazione locale dei provvedimenti atti al recepimento delle misure introdotte a livello comunitario. In particolare, l'identificazione di una forte coerenza trasversale ai differenti interventi adottati e di presupposti concettuali atti a definire un chiaro e definito paradigma in merito alla tutela degli interessi, pone in primo piano la riflessione inerente il rapporto dialettico tra l'orientamento delineato a livello sovranazionale e la configurazione dei sistemi giuridici sviluppati ed affermati nei diversi Paesi dell'UE. La considerazione degli spazi di autonomia lasciati a questi ultimi nell'attuazione delle direttive sembra sollevare due ordini di questioni tra loro complementari. In prima istanza, si rileva la problematica relativa all'introduzione dei principi generali elaborati in ambito comunitario all'interno di tessuti istituzionali consolidato, frutto di variabili di contesto, culturali ed ambientali, atte a condizionarne assetto ed evoluzione storica. Secondariamente, assume rilievo l'osservazione delle scelte attuate dai Legislatori nazionali a riguardo degli spazi di autonomia riservati agli stessi nell'attività di recepimento medesima. Le opzioni menzionate consentono infatti di pervenire ad un'interpretazione dei criteri di fondo e degli intenti sottostanti la generalizzata tendenza alla revisione dell'impianto normativo inerente emittenti quotati e mercati regolamentati. I margini di discrezionalità attribuiti agli Stati membri dall'autorità europea e le decisioni assunte in merito a tali spazi in ambito attuativo evidenziano cioè premesse economico-aziendali condivise ed

obiettivi perseguiti livello locale attraverso la disciplina delle società quotate e degli strumenti finanziari.

In siffatte premesse l'esame del contesto nazionale permette di formulare ipotesi attinenti la concreta configurazione dei fenomeni descritti, onde giungere ad una prima valutazione di impatto ed influenza esercitati dall'appartenenza ad un sistema allargato e dotato di un ampio potere come l'Unione Europea. Il sistema giuridico italiano si contraddistingue per l'appartenenza all'area della *civil law*. Ciò, da un lato, ne ha determinato una certa rigidità e lentezza per quanto riguarda l'adeguamento ai rapidi cambiamenti del contesto economico. Nondimeno la derivazione dal diritto romano ha comportato di contro l'attitudine a definire in modo chiaro ed univoco le norme atte a regolare il funzionamento di mercato e la condotta degli operatori, nella tendenziale direzione di un superiore grado di certezza del diritto e di contenimento degli spazi di applicazione delle consuetudini, che necessitano in tale assetto di un processo di codifica da parte del Legislatore.

Quanto detto descrive per sommi capi un aspetto cruciale del quadro istituzionale all'interno del quale è stato attuato il recepimento dei provvedimenti comunitari. Un ulteriore aspetto di estremo significato in questo senso, è costituito dalla configurazione storicamente determinatasi del tessuto imprenditoriale nazionale, in termini di assetti proprietari e sviluppo del mercato dei capitali. Al riguardo, come noto, l'Italia si connota tradizionalmente per la scarsa ampiezza di questi ultimi, e per la vasta diffusione di concentrazione azionaria e controllo minoritario³⁴², ottenuti attraverso un impegno finanziario ridotto mediante l'impiego di strumenti adatti a tale scopo, quali le piramidi azionarie ed i patti parasociali. Nonostante il recente impegno, anche in campo normativo, per ridurre tali fenomeni e giungere ad una modernizzazione dell'assetto nazionale, gli aspetti menzionati rappresentano un sicuro condizionamento alle modalità di attuazione delle misure comunitarie. Appartenenza all'alveo della *civil law*, da un lato, e prevalenza di strutture di *governance* concentrate dall'altro, si qualificano come variabili di condizionamento in rapporto alle scelte operate in sede legislativa.

³⁴² Guido Rossi utilizza questa locuzione per indicare le situazioni di azionariato concentrato in cui il controllo è ottenuto attraverso l'insieme di strumenti atti a garantire lo stesso attraverso un ridotto impegno finanziario e, pertanto, senza il possesso della maggioranza delle quote azionarie. Cfr. Rossi(2008: 55 e ss).

La consapevolezza delle criticità sopra evidenziate ha nondimeno posto in primo piano, a livello nazionale, l'esigenza di introdurre misure adeguate a favorire la crescita dei mercati e le necessità degli attori economici, in modo conforme alle tendenze in atto sul piano internazionale³⁴³. Ciò ha dato avvio ad un intenso processo di legificazione inteso alla modernizzazione dell'impianto normativo previgente, mediante l'emanazione di provvedimenti indirizzati ad un insieme di obiettivi ritenuti imprescindibili, quali la tutela dei portatori di interessi al fine di consentirne la consapevole attuazione delle decisioni di investimento, da un lato, e l'attribuzione di più estesi gradi di autonomia per le imprese nell'ottica della contrattazione privata³⁴⁴. In tal senso, la riforma del diritto societario, attraverso lo strumento dell'opzione e la valorizzazione delle clausole statutarie, si mostra come un chiaro segnale di siffatto orientamento, così come denotano i principi sottesi alla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento. Parimenti, il T.U.F. e la legge sulla tutela del risparmio contengono le disposizioni espressamente rivolte all'accrescimento di trasparenza societaria e presidi per gli *outsider*. A ciò deve essere inoltre affiancata l'azione rivolta al citato potenziamento del ruolo di Consob, in conformità con quanto stabilito e raccomandato dall'UE.

Il contesto descritto definisce l'insieme delle precondizioni essenziali alla valutazione dell'accoglimento delle direttive europee, ponendosi quali variabili di ambiente idonee a definire le linee ed i principi sottesi all'attuazione delle previsioni in esse contenute. In merito alla realizzazione di tale attività da parte del Legislatore italiano, un primo elemento significativo per l'inquadramento della medesima è dato dal tendenziale ritardo riscontrato nel processo di recepimento. Ciononostante, la larga condivisione degli obiettivi e dello spirito informante gli interventi comunitari, ravvisabile anche nei contenuti della

³⁴³ “La definizione di un quadro di regole organico e adeguato alle crescenti esigenze di tutela degli investitori e l'attribuzione delle responsabilità tra le diverse autorità nazionali in modo coerente con le finalità di ognuna rappresentano gli elementi chiave di un sistema normativo in grado di sostenere lo sviluppo del mercato italiano, ancora sottodimensionato rispetto all'economia reale”. CARDIA (2006).

³⁴⁴ “L'idea di fondo è che la tutela del risparmiatore europea non può che passare per un livello adeguato di armonizzazione delle regole e di convergenza dei sistemi di vigilanza. Nessun paese oggi può da solo tutelare i suoi risparmiatori, senza arrivare al paradosso della chiusura delle frontiere, se non lavora per assicurare la convergenza minima delle regole e dei comportamenti e la cooperazione massima tra le Autorità”. CARDIA (2005)

L. 262/2005, è resa evidente dalla sostanziale fedeltà al disposto delle direttive, ravvisabile in più di un caso. Questo orientamento pare essere confermato da quanto evidenziato in precedenza in merito alla direttiva sui prospetti, laddove nonostante il ritardo nell'introduzione della stessa, l'autorità di vigilanza si è attivata per introdurre i principi in essa contenuti nel Regolamento Emittenti, manifestando per tale via la l'adesione agli intenti sottostanti³⁴⁵. Analogamente, le direttive inerenti gli abusi di mercato le offerte pubbliche di acquisto sembrano avere costituito l'occasione per una riorganizzazione delle materie in una prospettiva di più rigorosi standard di *disclosure* e di maggiore contendibilità degli emittenti coerentemente con quanto postulato da una disciplina evoluta ed efficace dei mercati finanziari, tesa a conseguire un allineamento dell'Italia con quanto in vigore nelle economie avanzate. Differente pare la situazione relativa all'attuazione della direttiva sulla modernizzazione che, come osservato, se recepita in *toto* avrebbe offerto l'opportunità di una più sostenuta integrazione europea in termini di principi contabili, e pertanto sotto il profilo di migliori accesso e conoscibilità dei dati economico-finanziari di impresa da parte degli investitori transfrontalieri. A tale proposito pare però opportuno rilevare come l'introduzione di una normativa diretta all'avvicinamento dei criteri di redazione dei bilanci non soggetti all'obbligatorietà dei principi contabili internazionali a questi ultimi, rappresenta un tema delicato. Esso si rapporta, infatti, a considerazioni relative a mutamenti sostanziali nell'impianto contabile, in ragione del progressivo abbandono del criterio del costo a favore del *fair value*³⁴⁶.

Nel complesso, dunque, la presenza dell'Unione Europea quale autorità sovraordinata e l'influenza dalla stessa esercitata attraverso la propria attività di regolamentazione paiono esercitare sul sistema giuridico italiano un condizionamento positivo³⁴⁷, in ordine sia al rafforzamento di

³⁴⁵ A tale riguardo il Presidente di Consob, Lamberto Cardia: "... assume un'importanza centrale la capacità dei singoli paesi di agire come "sistema", dove le istituzioni politiche, le autorità di controllo e i soggetti che costituiscono la piazza finanziaria concorrono, nella diversità dei compiti e delle funzioni, a definire una strategia comune, che consenta di valorizzare le capacità competitive e di sviluppo del sistema economico e di tutelare gli interessi degli investitori". CARDIA (2006)

³⁴⁶ Si vedano FORTUNATO (2006); SOTTORIVA (2007); VERNA (2007).

³⁴⁷ "La dimensione europea del mercato e del quadro normativo costituisce ormai il contesto naturale nel quale si colloca il comportamento degli operatori e la strategia di vigilanza delle Autorità. Le più significative innovazioni all'ordinamento italiano, precedenti alla riforma del risparmio, derivano dalla legislazione

una tendenza già in atto, seppure recente, sia alla sistematizzazione del processo di disciplina degli ambiti in discussione. Accanto a quanto detto è necessario inoltre menzionare il rilievo del potenziamento delle attività di vigilanza raccomandato e richiesto a livello comunitario allo scopo di deferire a tali organismi l'attività di regolamentazione e di vigilanza di mercato ed emittenti quale presidio per i portatori di interessi e con l'effetto di ingenerare una specifica e più intensa competenza dei medesimi in merito agli aspetti descritti. In simile prospettiva sono stati incrementati i compiti di supervisione, regolamentazione e sanzionatori di Consob all'interno di un'attività rivolta non soltanto alla vigilanza vera e propria, ma anche alla prevenzione³⁴⁸.

Quanto sopra denota un cambiamento definito e confermato nell'approccio di fondo adottato all'interno dell'ordinamento italiano, in cui l'attenzione rivolta alle attese dei soggetti meritevoli di tutela ed all'interesse sociale si pone in certo grado in linea con gli enunciati dottrinali dell'economia-aziendale, che unitamente alla tradizione di *civil law*, informano i presupposti culturali radicati e condivisi nel contesto nazionale.

Le problematiche specifiche al nostro Paese, quali la relativa persistenza di forme di azionariato concentrato ed il margine di resistenza verso l'adesione a pratiche di trasparenza adeguate alle esigenze del mercato, suggerite anche dall'analisi empirica della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento, rappresentano aspetti tutt'ora presenti, ai quali è necessario rivolgere un'attenta riflessione. Guido Rossi³⁴⁹ ritiene a tale proposito che l'atteggiamento, diffuso su scala internazionale, di delegare ai codici di autoregolamentazione ed ai principi di etica la soluzione delle criticità e la rimozione degli ostacoli frapposti al corretto svolgimento dell'attività economica sui mercati finanziari, rappresenti un espediente inadeguato all'individuazione di soluzioni efficaci. In siffatta accezione, la sussistenza di fallimenti di mercato postula l'intervento correttivo dell'autorità pubblica da realizzarsi mediante l'emanazione di leggi e regole impositive effettivamente in grado di tutelare gli interessi in gioco e di condurli ad una composizione maggiormente equilibrata. Al riguardo l'autore rileva però che, da un lato, *“le leggi societarie e quelle che*

europea, che sta diventando sempre più incisiva anche nell'indirizzare le norme di attuazione a livello regolamentare”. CARDIA (2006).

³⁴⁸ Cfr. CARDIA (2005)

³⁴⁹ ROSSI (2008).

regolano i mercati eccedono sul piano della quantità e difettano sul piano della qualità”³⁵⁰, dall’altro, l’efficacia delle stesse richiede l’imprescindibile effettività del sistema sanzionatorio, attuato da magistratura e autorità di vigilanza³⁵¹. Ciò richiede al contempo una riorganizzazione di struttura e competenze di queste ultime, al fine di colmare una lacuna che in Italia ancora sussiste, come affermato dallo stesso Presidente della Consob, Lamberto Cardia³⁵².

In base alle riflessioni dianzi descritte, l’azione di armonizzazione intrapresa dall’Unione Europea e i riflessi che questa produce nell’ordinamento nazionale, non solo in termini di introduzione di misure di integrazione, ma anche e soprattutto per quanto attiene l’indirizzo ad un orientamento condiviso in merito alle tematiche affrontate, sembra rappresentare un elemento atto a condizionare positivamente l’attività normativa e, di riflesso, lo sviluppo e la crescita del sistema finanziario nazionale, mediante validi strumenti di tutela dei diversi interessi concorrenti, rinvenibili nella sistematizzazione delle norme vigenti, intensificazione del ruolo delle autorità di vigilanza e adesione alle pratiche di *disclosure* quale imprescindibile presidio del corretto funzionamento dei mercati.

³⁵⁰ Rossi (2008: 97).

³⁵¹ “Quali che siano, le nuove norme dovranno comunque prevedere sanzioni adeguate, sia sotto il profilo civile sia sotto il profilo penale. Tutto il contrario di quanto avviene oggi in Italia, dove a una superfetazione normativa corrispondono sanzioni inesistenti o inapplicate, per l’inefficienza delle autorità indipendenti come per l’inadeguatezza di una magistratura imbrigliata da un sistema istituzionale carente e comunque priva... di una preparazione specifica in materie come queste, che invece la richiedono”. ROSSI (2008: 97).

³⁵² “La riforma [del risparmio] incide anche sull’assetto istituzionale e sulle ripartizione delle funzioni tra le Autorità di controllo. Purtroppo, in quest’ultimo ambito, pur riconoscendo i progressi realizzati, non è stato completato un disegno organico di riordino, inizialmente annunciato, secondo il principio di una netta ripartizione di compiti per finalità”. Cardia (2006).

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

I processi di internazionalizzazione dei mercati e di ampliamento del contesto competitivo su scala globale e gli effetti ai medesimi correlati, hanno condotto in primo piano la necessità di garantire la sopravvivenza delle imprese secondo economicità, attraverso l'implementazione di strumenti adeguati a tali finalità ed in grado di consentire il perseguimento dell'efficienza e della creazione di valore.

Le considerazioni di cui sopra, unitamente all'ampio dibattito sorto in ambito internazionale ed allo sviluppo di una vasta letteratura in materia, hanno posto in luce il legame di interdipendenza intercorrente tra grado di sviluppo dei mercati finanziari, creazione di fiducia nel pubblico degli *stakeholder* ed economicità medesima delle aziende. Ciò ha indotto una riflessione in merito all'individuazione degli interessi meritevoli di tutela da parte delle autorità pubbliche, nella consapevolezza che la percezione dell'affidabilità di mercati e imprese rappresenta il presupposto imprescindibile alle decisioni di investimento degli operatori economici.

La rinnovata attenzione alle attese degli interlocutori sociali si ricollega in via diretta alle enunciazioni formulate nella dottrina economico-aziendale in merito ai concetti di soggetto economico ed interesse istituzionale. La nozione che di soggetto economico elaborata dai Maestri, nonostante le accezioni parzialmente differenti rinvenibili, presentano il tratto comune ravvisabile nel riconoscimento della criticità delle attese dallo stesso presentate in ordine allo svolgimento dell'attività aziendale. L'indagine relativa all'evoluzione conosciuta dall'interpretazione data dello stesso, in relazione ai cambiamenti intervenuti nel sistema economico, permette infatti di chiarire il rapporto dialettico tra le differenti istanze convergenti nell'impresa. In particolare, l'affermazione dell'istituto della responsabilità limitata al capitale conferito e, pertanto, delle società per azioni, ha reso la tematica in oggetto di basilare importanza per quanto riguarda la conduzione dell'azienda e gli interventi normativi ad essa rivolti. In seguito alla separazione tra proprietà e controllo progressivamente realizzatasi nell'ambito delle società di capitali si è manifestato in misura sempre più evidente il problema inerente il contemperamento degli interessi concorrenti nell'attività gestionale. In siffatta circostanza, infatti, la debolezza e lo

scarso potere di ingerenza propri degli azionisti nei confronti di amministratori o soci di controllo ha evidenziato la necessità di garantire ai primi un complesso di presidi atti a tutelarli dalla discrezionalità degli *insider*. Il quadro teorico del rapporto di agenzia connota la situazione descritta quale conseguenza della delega da parte dei soci di minoranza nei confronti del *management* o dei *blockholder* per quanto inerisce la conduzione dell'impresa, il cui effetto risiede nel verificarsi di un'asimmetria informativa tra le due categorie di soggetti e nella conseguente libertà di azione di coloro che di fatto esercitano le prerogative di governo. Ciò rende possibile la realizzazione di scelte non allineate o in contrasto con i fini perseguiti dal soggetto economico e dall'azienda stessa, inficiando il rapporto fiduciario essenziale allo sviluppo dei mercati finanziari. La consapevolezza di tale ultimo fenomeno ha dato luogo alla ricerca di strumenti adeguati a garantire ai soggetti istituzionali il contenimento della discrezionalità di amministratori e azionisti di controllo, in vista di un ordinato e corretto funzionamento del mercato.

Nella prospettiva delineata, l'introduzione di corretti meccanismi di *corporate governance* e di efficaci livelli di trasparenza informativa rappresenta un valido presidio in ordine alla soddisfazione delle attese degli interlocutori sociali, attraverso l'attenuazione della libertà di azione degli *insider*, da un lato, e la riduzione del *gap* informativo connaturato al rapporto di agenzia, dall'altro. La comunicazione economico-finanziaria svolge, nell'ottica individuata, un ruolo cruciale nel contenimento dei fenomeni distorsivi a questo connaturati, ovviando alla tendenziale opacità relativa alla divulgazione di notizie su risultati ed accadimenti aziendali.

Al riguardo, la *disclosure* va sempre più assumendo il carattere di fondamentale mezzo di protezione dei portatori di interessi, in un contesto contraddistinto sia dall'allargamento del pubblico di riferimento, sia dall'intensificazione delle istanze dallo stesso presentate a tale proposito. Fattori quali l'estensione di un certo grado di protezione a categorie di *stakeholder* ulteriori rispetto a creditori e azionisti, l'ampliamento dei contenuti strettamente inerenti la formazione di reddito e capitale ad aspetti di carattere gestionale e socio-ambientale, hanno determinato una maggiore articolazione dei processi di rilevazione, formazione e trasmissione dei dati di impresa conducendo a nuove necessità di

integrazione delle differenti categorie informative individuabili in rapporto a destinatari, oggetto, periodicità e obbligatorietà.

Nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria intesa in senso più ampio, la trasparenza delle società quotate assume un ruolo preponderante, in relazione alla vastità del pubblico che ad essa si rapporta in conseguenza della vasta diffusione degli strumenti finanziari.

La premessa menzionata ha indotto a considerare significativo l'esame delle norme e delle prassi inerenti tale tipologia di imprese, al fine di valutare la valenza effettiva della *disclosure*, quale strumento di tutela degli interessi. Al fine di comprendere la portata dell'informativa societaria in ordine agli scopi di protezione descritti, si è ritenuto interessante condurre una disamina delle più rilevanti ricerche empiriche condotte a livello nazionale ed internazionale. Queste sono per la maggior parte indirizzate alla conoscenza del grado di adeguatezza della trasparenza, come percepita dal lato sia dell'offerta, sia della domanda della stessa. In relazione alle evidenze empiriche, una prima valutazione dei risultati dalle stesse emersi sottolinea la presenza di spazi di miglioramento nelle pratiche delle imprese e nell'attività normativa dei Legislatori, secondo un duplice ordine di aspetti. In primo luogo, sembra di poter evincere dalle conclusioni enunciate negli studi esaminati una certa ridondanza dei documenti informativi resi disponibili al pubblico, anche in relazione alla scarsa competenza e capacità di comprensione da parte degli investitori individuali del linguaggio specialistico impiegato. Secondariamente, si rileva una certa carenza di informazioni di carattere prospettico, ritenute maggiormente significative da parte di analisti finanziari e investitori istituzionali. Dalle osservazioni condotte, inoltre, sembra di poter desumere, accertata la centralità del fascicolo di bilancio all'interno del sistema delle comunicazioni, la richiesta di una maggiore specializzazione delle notizie diffuse dagli emittenti in relazione alle difformi categorie di destinatari. Le disomogenee istanze conoscitive di questi ultimi, infatti, non possono essere soddisfatte attraverso strumenti indifferenziati, e quindi inadeguati a coprire in modo uniforme un pubblico sicuramente molto vasto. Nondimeno, sembra di potere comunque confermare l'estrema rilevanza degli interventi legislativi finalizzati alla garanzia di standard minimi di *disclosure* atti a rendere accessibili i dati essenziali alla conoscenza dell'andamento attuale e prevedibile dell'attività gestionale e dei risultati dalla stessa conseguiti.

Seppure con differenti gradi, i sistemi giuridici dei Paesi ad economia avanzata hanno intensificato negli ultimi decenni l'azione volta alla disciplina della trasparenza informativa prevista per le società quotate, la cui urgenza è stata evidenziata dagli scandali finanziari che hanno portato in primo piano la natura essenziale di adeguati livelli di *disclosure*. Nel contesto descritto l'Unione Europea ha predisposto e dato avvio al Piano d'Azione per i Servizi Finanziari, teso alla realizzazione di un mercato dei capitali unico di dimensioni paneuropee in grado di operare in modo competitivo in ambito internazionale. L'esame dei provvedimenti scaturiti dall'attuazione del medesimo ha consentito di elaborare un giudizio embrionale in merito al grado di coerenza dell'impianto legislativo così elaborato ed al paradigma di tutela degli interessi riscontrabile in esso. In relazione a quanto osservato, pare infatti che il duplice obiettivo espresso di favorire la crescita del mercato finanziario e di mantenere efficaci livelli di protezione degli interessi ritenuti rilevanti informi l'intera azione comunitaria nella sua interezza. Ciò si evince da un lato, laddove si riguardi alle misure idonee ad agevolare la contendibilità delle imprese e la realizzazione efficiente delle operazioni transfrontaliere, dall'altro, rilevando la previsione di garanzie e pratiche di trasparenza nei riguardi di azionisti, creditori e lavoratori dipendenti. Nel complesso, l'intento perseguito dall'Unione attraverso gli interventi posti in essere si dimostra conforme alle enunciazioni teoriche inerenti la crucialità dei presidi normativi quale presupposto allo sviluppo economico, come dimostrato dalla percezione dell'esigenza di un intervento teso all'armonizzazione della disciplina vigente nei singoli Stati membri.

La considerazione della natura sovranazionale dell'UE e della specificità del tessuto normativo affermatosi storicamente nelle diverse realtà nazionali ha condotto la presente ricerca nella direzione di una verifica del rapporto dialettico intercorrente tra orientamento e contenuto della normativa comunitaria e recepimento della medesima nel contesto italiano, in rapporto alle peculiarità ad esso proprie dal punto di vista giuridico, e della tradizione economico-aziendale sviluppatasi e radicata nel nostro Paese. La derivazione dall'area della *civil law* e la condivisione delle impostazioni concettuali elaborate dalla dottrina, hanno fortemente condizionato il sistema economico ed imprenditoriale italiano e le premesse logiche sottese agli interventi legislativi introdotti. Inoltre, la tradizionale prevalenza della concentrazione proprietaria conseguita

attraverso strumenti quali piramidi azionarie e patti parasociali ha indotto lo sviluppo e l'affermazione di una cultura scarsamente improntata alla trasparenza societaria. Nondimeno, i recenti accadimenti in ambito finanziario e la consapevolezza delle esigenze di crescita delle imprese e del mercato dei capitali nazionali hanno spinto il Legislatore ad intraprendere un'azione di modernizzazione del diritto societario e della regolamentazione degli emittenti tale da accrescere la capacità competitiva e le possibilità di sviluppo dell'attività economica.

In tale contesto, in cui l'autorità pubblica ha dato l'avvio ad una riorganizzazione e revisione dell'impianto normativo nella direzione sia di superiori livelli di autonomia e contendibilità delle aziende, sia di più rigorosi presidi per minoranze azionarie e *stakeholder* in generale, i provvedimenti dell'Unione Europea sembrano influenzare positivamente l'impianto giuridico italiano, attraverso la condivisione di principi e linee di indirizzo coerenti con gli obiettivi dichiarati in ordine al rafforzamento del mercato dei capitali nazionale.

BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P. (2005): La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio, in *Le società*, n. 3, 280-286
- ABETE L. (2006): Patti parasociali e sindacati di voto, in *Le società*, n. 8, 957-965
- AGOSTINI M. (2005): Intervento, in *Le società*, n. 3, 290-293
- AIMR (2000): *AIMR Corporate Disclosure Survey – a Report to AIMR*, St. Louis: Fleishman-Hillard Inc.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (1994): *Economia Aziendale*, Bologna: Il Mulino
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V. (2005): *Corso di economia aziendale*, Bologna: Il Mulino
- ALI A., HWANG L. (2000): “Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data”, *Journal of Accounting Research*, n. 38, 1-21
- ALLEGRI M. (2003): *L’informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Milano: Giuffrè
- ALLEGRI M., BIANCHI MARTINI S. (a cura di) (2006): *La corporate governance in Italia, Regno Unito e Stati Uniti. Modelli e pratiche a confronto*, Milano: Franco Angeli
- ALVINO F. (1999): “La qualità della comunicazione economica tra divergenza di interessi ed asimmetrie informative”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 5-6, 259-271
- AMADUZZI A. (1995): *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio di impresa*, Roma: Edizioni Kappa
- AMADUZZI A. (1992): *L’azienda nel suo sistema e nei suoi principi*, Torino: UTET
- AMADUZZI A. (1987): *L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni*, Torino: UTET
- AMODEO D. (1970): *Ragioneria generale delle imprese*, Napoli: Giannini
- AVALLONE F. (2003): “La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati dei capitali: alcune evidenze empiriche” in SALVIONI D. M. (a cura di) (2003): *Trasparenza della comunicazione economico-finanziaria*, Torino: Giappichelli

- AVALLONE F., QUAGLI A. (2001): "Bilanci «in rete»: internet e la comunicazione economico-finanziaria delle società quotate", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 63-105
- AVI M.S. (1990): *Il bilancio di esercizio come strumento di informazione verso l'esterno*, Padova: CEDAM
- AZZALI S. (2002): *Il reddito e il capitale di gruppo*, Milano: Giuffrè
- AZZALI S. (a cura di) (2007): *Trasparenza dei bilanci e tutela del risparmio nei gruppi aziendali*, Milano: McGraw-Hill
- AZZALI S., FELLEGARA A. M. (2003): "La domanda di informazioni economico-finanziarie degli investitori istituzionali", in SALVIONI D. M. (a cura di) (2003): *Trasparenza della comunicazione economico-finanziaria*, Torino: Giappichelli
- AZZINI L. (1982): *Istituzioni di economia d'azienda*, Milano: Giuffrè
- BAGLIONI M., GRASSO G. (2006): "Nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate", *Le società*, n. 9, 1061-1068
- BAGNOLI M., WATTS S. G. (2007): "Financial reporting and supplemental voluntary disclosures", *Journal of Accounting Research*, n. 5, Vol. 45, 885-913
- BALIC A., BRADLEY N., BWAKIRA L., DALLAS G., PATEL S. (2003): *Transparency and Disclosure Study: Europe*, Standard & Poor's, disponibile su: <http://www2.standardandpoors.com/>
- BALIC A., BRADLEY N., BWAKIRA L., FASANG M. (2002): *Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results – United States*, Standard & Poor's, disponibile su: <http://www2.standardandpoors.com/>
- BARBER B. M., HEATH C., ODEAN T. (2003): "Good reasons Sell: Reason-Based choice Among Group and Individual Investors in the Stock market", *Management Science*, n. 12, Vol. 49, 1636-1652
- BARCLAY M. J., HOLDERNESS C.G. (1989): "Private Benefits from Control of Public Corporation", *Journal of Financial Economics*, n. 2, Vol. 25, 371-395
- BARTLETT S. A., CHANDLER R. A. 1997, "The corporate report and the private shareholder: Lee and Tweedie twenty years on", *British Accounting review*, n. 29, 245-261
- BEBCHUCK L. A., ROE M. J. (1999): "A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership", *Stanford Law review*, Vol. 52, 127-168
- BECHT MARCO (1997): *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure – European Corporate Governance Network Executive Report*, disponibile su: http://ecgr.org/research/control_europe/documents/eu.pdf
- BENS D. A., NAGAR V., SKINNER D. J., WONG F. M. H. (2003): "Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases", *Journal of Accounting & Economics* n. 36, 51-90

- BERGAMIN BARBATO M. (1987): "La capacità informativa dei bilanci nei gruppi di aziende", *Saggi di economia aziendale per Lino Azzini*, Milano: Giuffrè, 69-92
- BERGLÖF E., PAJUSTE A. (2005): "What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe", *Oxford Review of Economic Policy*, n. 2, Vol. 21, 178-197
- BERLE A.A., MEANS G. C. (1966): *Società per azioni e proprietà privata*, Torino: Einaudi Editore
- BIANCHI L. A. (1990): *Informazione societaria e bilancio consolidato di gruppo*, Milano: Egea
- BLECK A., LIU X. (2007): "Market Transparency and the Accounting Regime", *Journal of Accounting Research*, n. 2, Vol. 45, 229-256
- BORSA ITALIANA S.P.A. (1999): *Rapporto e codice di Autodisciplina*, Milano, Borsa Italiana S.p.A
- BOSETTI L., SALVIONI D. M. (2006): "Relazione di governance e stakeholder view", *SYMPHONYA – emergine issues in Management*, n. 1, disponibile su: <http://www.unimib.it/symphonia>
- BOTOSAN C. A., PLUMLEE M. A.(2000): "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, n. 72, 323-349
- BROGI M. (1999): "Comunicazione finanziaria e diffusione del valore", *Banche e banchieri*, n. 4, 403-406
- BROUNTAS P. P. (2004): *Boardroom Excellence. A Commonsense Perspective on Corporate Governance*, San Francisco: Jossey-Bass
- CALICE I. (2007): "Bilancio sociale: obiettivi, principi e prospettive", *Le società*, n. 1, 14-19
- CAPASSO A. (1996): *Assetti proprietari e governo di impresa. Corporate Governance e risorse immateriali*, Padova: Cedam
- CARAMIELLO C. (1965): *L'indagine prospettiva nel campo aziendale*, Pisa: Corsi
- CARATOZZOLO M. (2002): *Il bilancio consolidato di gruppo: profili economici e giuridici*, Milano: Giuffrè
- CARBONETTI F. (2007): "Amministratori e sindaci di minoranza e «rapporti di collegamento», *Le Società*, n. 10, 1186-1190
- CARDIA (2005): *Tutela del risparmio e competitività della piazza finanziaria*, intervento del Presidente della Consob presso l'Università L. Bocconi, disponibile su: <http://www.consob.it>
- CARDIA L. (2006): *Il ruolo della Consob nel nuovo assetto legislativo: attività di vigilanza e attività di prevenzione*, intervento del Presidente della Consob presso l'ordine dei Dottori Commercialisti di Milano "La nuova legge sul risparmio: funzionamento del mercato e tutela degli investitori" (29 marzo 2006), disponibile su: <http://www.consob.it>

- CASSANDRO P. E. (1985): *I gruppi aziendali*, Bari: Cacucci
- CATTANEO C. (2000): "L'informativa volontaria nelle società quotate: alcune osservazioni", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 7-8, 378-394
- CEFOLO J., NEEF D., SIESFELD G. A. (a cura di) (1998): *The Economic Impact of Knowledge*, Boston: Butterworth-Heinemann
- CHEFFINS B. R. (2001): "Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom", *Journal of Legal Studies*, n. 2, Vol. 30, 459-484
- CHOI S. J. (2002): "Law, Finance and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets", *Texas Law Review*, n. 80, 1657-1727
- CLARK-MURPHY M., SOUTAR G. N. (2004): "What individual investors value: Some Australian evidence", *Journal of Economic Psychology*, n. 25, 539-555
- COFFEE J. C. JR. (1999): "The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications", *Northwestern University Law review*, n. 93, 641-707
- COLEMAN I., ECCLES R. (2007): *Pursuing Value: Reporting Gaps in the United Kingdom*", Londra: PriceWaterhouseCoopers, disponibile su: <http://www.pwc.com/>
- COLOMBI E. (1993): *La sfida della trasparenza: Prospettive della comunicazione economico-finanziaria in Italia*, Milano: Etas libri
- COMBES-THUÉLIN E., HENNERON S., TOURON P. (2006): "Risk regulations and financial disclosure", *Corporate Communications: An International Journal*, n. 3, Vol. 11, 303-326
- COMMISSIONE EUROPEA (1998): *Financial services: Building a framework for action*, disponibile su: <http://ec.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (1999a): *Financial services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan*, COM(1999)232, disponibile su: <http://ec.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (1999b): *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea e al Comitato Economico e Sociale. Piano d'azione per i servizi finanziari. Relazione sullo stato di attuazione*, COM(1999) 630, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2000a): *Comunicazione della Commissione. Progressi realizzati in tema di servizi finanziari. Seconda relazione*, COM(2000) 336, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2000b): *Servizi Finanziari Priorità e Progressi. Terza relazione*, COM(2000) 692, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu>

- COMMISSIONE EUROPEA (2001a): *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio. Servizi finanziari. Sfide politiche. Quarta relazione sull'avanzamento*, COM(2001) 286, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2001b): *Relazione della Commissione. Quinta relazione sui progressi compiuti nell'attuazione del Piano d'azione per i servizi finanziari. Un mercato finanziario europeo integrato. L'Europa deve rispettare le scadenze previste*, COM(2001) 712, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2002a): *Relazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo. Sesta relazione sui progressi compiuti nell'attuazione del Piano d'azione per i servizi finanziari*, COM(2002) 267, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2002b): *L'indipendenza dei revisori legali dei conti nell'UE: un insieme di requisiti fondamentali*, Raccomandazione 2002/590/CE, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2003a): *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un Piano per progredire*, COM(2003) 284, disponibile su: <http://ec.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2003b): *Financial Services. Nine months left to deliver the FSAP*, 2003, disponibile su: <http://ec.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2004a): *Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo sulla prevenzione e la lotta alle pratiche societarie e finanziarie scorrette*, COM(2004)611, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2004b): *Proposta di Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 77/91/CEE per quanto riguarda la costituzione delle società per azioni e la salvaguardia e le modificazioni del loro capitale sociale*, COM(2004) 730, disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu>
- COMMISSIONE EUROPEA (2005): *Libro verde sulla politica in materia di servizi finanziari (2005-2010)*, COM(2005) 177, disponibile su: <http://ec.europa.eu>
- COMMITTEE ON LEGAL AFFAIRS AND THE INTERNAL MARKET (2004): *Draft Report on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union - A plan to move forward*, disponibile su: <http://www.europarl.europa.eu>
- COMMITTEE OF WISE MEN (2001): *Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets*, disponibile su: <http://ec.europa.eu>
- CORE J. E. (2001): "A review of the empirical disclosure literature: discussion", *Journal of Accounting Economics*, n. 31, 441-456
- CORTICELLI R. (1987): "L'economicità dell'azienda nella continuità del tempo", *Saggi di economia aziendale per Lino Azzini*, Milano: Giuffrè, 307-324

- CORVI E. (1996): *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*", Milano: Egea
- CORVI E.(1998): "Il valore della comunicazione economico-finanziaria", *Finanza marketing e produzione*, n. 4, 81-98
- CORVI E. (2000): *Comunicazione d'impresa e investor relation*", Milano: Egea
- CORVI E. (2007): *La comunicazione aziendale. Obiettivi, tecniche, strumenti*, Milano: Egea
- COSTANTINO G. (2005): La tutela dei risparmiatori: i nuovi orizzonti della tutela collettiva, in *Le società*, n. 3, 325-328
- COTTONE N., (2007): "Si al recepimento della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto", *Il Sole 24 Ore*, (13 settembre)
- D'AMICO G. (1999): "Note sull'informazione societaria nelle quotate e nelle piccole imprese", *Le Società*, n.1, 25-35
- DE ANGELIS L. (2006): "Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari", *Le società*, n. 4, 401-407
- DEANGELO H., DEANGELO L. (1985): "Managerial Ownership of Voting Rights: a Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock", *Journal of Financial Economics*, n.1, Vol.14, 33-69
- DEBRECENY R., GRAY G.L., RAHMAN A. (2002): "The determinants of Internet financial Reporting", *Journal of Accounting and Public Policy*, n. 21, 371-394
- DE LISIO M., PERRINI F. (2001): "La comunicazione finanziaria via Internet delle recenti IPO italiane", *Economia & Management*, n. 6, 95-106
- DEVALLE A. (2006): *Il sistema informativo aziendale ed il passaggio agli IAS/IFRS*, Milano: Giuffrè
- DI STEFANO G. (1990): *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Milano: Giuffrè
- DRAGHI M., "Corporate governance e competitività", *Economia & Management*, n. 6, 1998, 55-61
- DYCK A., ZINGALES L. 2004, "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, n. 2, Vol. LIX, 537-600
- ECCLES R. G., GUATRI L. (2000): *Informazione e valore. Il caso italiano*, Milano: Egea
- EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM WORKING GROUP (2007): *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*, disponibile su: <http://ec.europa.eu>

- FARINA V. (2005): *Corporate disclosure determinants: a cross country investigation*, Working Paper, disponibile su: <http://papers.ssrn.com>
- FARNETI G. (1999): "Il bilancio destinato a pubblicazione: nuove prospettive", *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 5, 649-661
- FELLEGARA A. M. (2005): *Strutture di impresa e tutela degli interessi istituzionali*, Milano: Giuffrè
- FELLEGARA A.M., MARCHINI P.L., TIBILETTI V., D'ESTE C. (2007a): "L'attività di direzione e coordinamento nelle imprese italiane", *Amministrazione & Finanza*, n. 3
- FELLEGARA A.M., MARCHINI P.L., TIBILETTI V., D'ESTE C. (2007b): "Attività di direzione e coordinamento: 'albo dei gruppi' o 'albo delle controllate'?", *Amministrazione & Finanza*, n. 8
- FERRARIS FRANCESCHI R. (1987): "Sul problema delle teorie nell'economia aziendale", *Saggi di economia aziendale per Lino Azzini*, Milano: Giuffrè, 371-396
- FERRARIS FRANCESCHI R. (1998): *Problemi attuali dell'economia aziendale in prospettiva metodologica*, Milano: Giuffrè
- FERRERO G. (1968): *Istituzioni di economia d'azienda*, Milano: Giuffrè
- FICO D. (2006): "Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari: competenze e responsabilità", *Le società*, n. 7, 821-825
- FORTUNATO S. (2006): "La modernizzazione delle direttive contabili e i principi contabili internazionali (IAS/IFRS)" *Le società*, n. 9, 1070-1077
- FRANCIS J. R., KHURANA I. K., PEREIRA R. (2005): "Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World", *The Accounting Review*, n. 4, Vol. 80, 1125-1162
- FRANCIS J., LAFOND R., OLSSON P.M., SCHIPPER K. (2004): "Costs of equity and Earnings Attributes", *The Accounting Review*, n. 4, Vol. 79, 967-1010
- FROST C.A., GORDON E. A., HAYES A. F. (2002): *Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges*, disponibile su: <http://papers.ssrn.com>
- FROST C. A., GORDON E. A., POWNALL G. (2006): "Financial Reporting Quality, Disclosure, and Emerging Markets Companies' Access to Capital in Global Equity Markets", disponibile su: <http://papers.ssrn.com>
- FROST C. A. (2003): *Disclosure Survey*, World Federation of Exchanges, disponibile su: <http://www.world-exchanges.org/>
- FURLOTTI M. (2007): "There is More to Contracts than Incompleteness: A Review and Assessment of Empirical Research on Inter-Firm Contract Design", *Journal of Management and Governance*, n. 1, Vol. 11, 61-99

- GALGANO F. (2003): *Diritto commerciale. Le società*, Bologna: Zanichelli
- GHINI A. (2006): "I riflessi delle direttive di gruppo sui bilanci delle controllate", *Le società*, n.4, 453-442
- GIANFRATE G. (2006): *Il valore del controllo e gli assetti proprietari delle imprese italiane*, Milano: Egea
- GIANNESI E. (1969): "Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda", in *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore*, Saggi di discipline aziendali e sociali, Milano: Giuffrè
- GIANNESI E. (1960): *Le aziende di produzione originaria*, Volume 1°, *Le aziende agricole*, Pisa: Corsi
- GIUSEPPONI K. (a cura di) (2003): *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, Milano: Franco Angeli
- GORDON P., ROBERTS C., WEETMAN P. (2005): *International Financial Reporting. A comparative approach*, Londra: FT Prentice Hall
- GRZYBKOWSKI M., WÒJCIK D. (2006): *Internet and Corporate Governance*, disponibile su: <http://papers.ssrn.com>
- GU F., LI J. Q. (2007): "The credibility of Voluntary Disclosure and Insider Stock Transactions", *Journal of Accounting Research*, n. 4, Vol. 45, 771-810
- GUATRI L. 1992, *La diffusione del valore*, Milano: Egea
- GUEDHAMI O. (2006): PITTMAN J. A., "Ownership Concentration in Privatized Firms: The Role of Disclosure Standards, Auditor Choice, and Auditing Infrastructure", *Journal of Accounting Research*, n. 5, Vol. 44, 889-929
- HAIL L., LEUZ C. (2006): "International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?", *Journal of Accounting Research*, n. 3, Vol. 44, 485-531
- HANLON M., RAJGOPAL S., SHEVLIN T. (2003): "Are executive stock options associated with future earnings?", *Journal of Accounting & Economics*, n. 36, 3-43
- HEALY P. M., PALEPU K. G. (2001): "Information asymmetry, corporate disclosure and capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, n. 31, 405-440
- HOPE O. K. (2003): "Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analyst's Forecast Accuracy: An International Study", *Journal of Accounting Research*, n. 2, Vol. 41, 235-272
- HUNTON J. E., MCEWEN R. A. (1999): "Is Analyst Forecast Accuracy Associated With Accounting Information Use?", *Accounting Horizons*, n. 1, Vol. 13, 1-16

- INVERNIZZI E. (1991): "Nuovi obiettivi e funzioni strategiche delle comunicazioni d'impresa", *L'Impresa*, n. 1, 96-105
- IOSCO (2002): *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, disponibile su: <http://www.sec.gov/>
- IPPOLITO R. (2001): "Un richiamo ai fondamenti teorici della riforma della *corporate governance* in Italia", *Economia, società e istituzioni*, n.3, 451-480
- JENSEN M. C. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, n. 3, 305-360
- JENSEN M. C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, n. 2, Vol. 76, 323-329
- JENSEN M. C. (1994): "Self-interest, Altruism, Incentives and Agency Theory", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. VII, no. 2, 1-6
- JENSEN M. C. MECKLING W. H. (1978):, "Can the Corporation Survive?", *Financial Analysts Journal*, n. 1, Vol. 31, 31-37
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R. (1997): "Legal Determinants of External Finance", *The Journal of Finance*, n. 3, Vol. 52, 1131-1150
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES FLORENCIO, SHLEIFER A. (2006): "What Works in Securities Law?", *Journal of Finance*, n.1, Vol. 61, 1-32
- LAI A. (2004): *Paradigmi interpretative dell'impresa contemporanea. Teorie institutionalism e logiche contrattuali*, Milano: Franco Angeli
- LARCKER D.F. (2003): "Discussion of «are executive stock options associated with future earnings?»", *Journal of Accounting & Economics*, n. 36, 91-103
- LEE T.A., TWEEDIE D. P. (1978): "The Private Shareholder and the Corporate Report", *The Accounting Review*, Vol. 53, No. 3, 808-809
- LEUZ C., WYSOCKI P (2007): "Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: What Have We Learned?", disponibile su: <http://www.mbs.ac.uk>
- MADDALONI A., PAIN D. (2004): "Corporate 'excesses' and financial market dynamics", *European Central Bank Occasional Paper Series No. 17*
- MALLIN C. (2002): "The Relationship between Corporate Governance, Transparency and Financial Disclosure", *Corporate Governance: An International Review*, 253-255
- MAGRETTA J. (2005): *Management scientifico*, Milano: Egea
- MARCHI L. (1993): *I sistemi informativi aziendali*, Milano: Giuffrè

- MARCHINI P.L., TIBILETTI V. (a cura di) (2004): *Bilancio sociale e valori di impresa*, Parma: MUP
- MARSHALL A., WEETMAN P. (2007): "Modelling Transparency in Disclosure: The Case of Foreign Exchange Risk Management", *Journal of Business Finance & Accounting*, n. 5-6, Vol. 34, 705-739
- MASINI C. (1963): *La dinamica economica nei sistemi dei valori d'azienda: valutazioni e rivalutazioni*, Milano: Giuffrè
- MASINI C. (1982): *Lavoro e risparmio*, Torino: UTET
- MASULLO S. M. (2005): *Investor Relations. Comunicazione finanziaria e marketing & financial management*, Milano: Franco Angeli
- MAVRINAC S., SIESFELD G. A. (1998): "Measures that Matter: An Exploratory Investigation of Investors' Information Needs and Value Priorities", in CEFOLA J., NEEF D., SIESFELD G. A. (a cura di), *The Economic Impact of Knowledge*, Boston: Butterworth-Heinemann
- MILLER G. S. (2002): "Earning performance and Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting Research*, n. 1, Vol. 40, 173-204
- MONTALENTI P. (2005): "Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali", *Le società*, n. 3, 294-302
- MORELLI M. (1997): *La comunicazione dell'impresa e la promozione dell'immagine*, Milano: F. Angeli
- NIRI (2001): *Corporate Disclosure Survey*, disponibile su: <http://www.niri.org/regulations/>
- NOFSINGER J.R. (2001): "The impact of public information on investors", *Journal of Banking and Finance*, n. 25, 1339-1366
- ONIDA P. (1951): *Le discipline economico-aziendali. Oggetto e metodo*, Milano: Giuffrè
- ONIDA P. (1963): *Economia d'azienda*, Torino: UTET
- PANZANI L. (2002): "Il controllo sull'amministrazione nelle società di capitali", *Le Società*, n. 6, 1196-1204
- PANZANI L. (2005): "Le linee guida della riforma della tutela del risparmio. Introduzione al dibattito", *Le società*, n. 3, 277-280
- PASSAPONTI B. (1994): *I gruppi e le altre aggregazioni aziendali*, Milano: Giuffrè
- PERUGINO S. (2004): "'Passivity rule' e D. Lgs. n. 6/2003", *Le società*, n. 12, 1484-1492,
- PLUMLEE M., E PLUMLEE D. (2007): "20-F Filers and SEC Proposed Changes: Some evidence of a US Home GAAP Preference", *Brock University Roundtable*, <http://papers.ssrn.com>

- POLONELLI C. (1984): *Note metodologiche per l'investigazione economico-aziendale*, in "Studi e Ricerche della Facoltà di Economia e Commercio", Bologna: Patron
- PRESTI G. (2005): "Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale", *Le società*, n. 3, 302-314
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2004): *Progetto di corporate governance per l'Italia. Il sistema di controllo interno. Un modello integrato di riferimento per la gestione dei rischi aziendali*, Milano: Il Sole 24 ORE Libri
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2007): *Building the European Capital Market. A review of developments*, disponibile su: <http://www.pwc.com>
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2007): *The EU Transparency Directive*, disponibile su: <http://www.pwc.com>
- PROVASOLI A. (1989): "Il bilancio come strumento di comunicazione", *Economia & Management*, vol. 8, 52-62
- QUAGLI A. (2001a): "Il web e l'informativa societaria ai mercati finanziari", *Economia e diritto del terziario*, n. 1, 177-208
- QUAGLI A. (2001b): "L'informativa volontaria nel bilancio: ruolo modalità e recenti tendenze", *Revisione Contabile*, n. 41, 35-47
- QUAGLI A. (2002): "La domanda di informazioni economico-finanziarie nei mercati mobiliari: analisi degli studi empirici e spunti per un modello interpretativo", *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 4, 655-697
- QUAGLI A. (2004): *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo revisionale delle società quotate italiane*, Milano: Franco Angeli,
- QUAGLI A. (2005): TEODORI C. (a cura di), *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari*, Milano: Franco Angeli
- RAJAN G.R. E ZINGALES L. (2001): "The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms", Working Paper 525, University of Chicago
- RIELA S. (2003): "Il mercato per i servizi finanziari e le offerte pubbliche di acquisto", *I quaderni di Thesmos*, III, 85-96
- RODORF R. (2007): "Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari", *Le società*, n. 10, pp1205-1213
- ROE M. J. (2000): "Political Foundations for Separating Ownership from Corporate Control", *Stanford Law review*, Vol. 53, 1-79

- ROSSI G. (2000): "La rappresentazione della situazione finanziaria nel bilancio di esercizio", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n.3-4, 198-207
- ROSSI G. (2006): *Il principio della prudenza nel bilancio di esercizio*, Roma: Aracne
- ROSSI G. (2008): *Il mercato d'azzardo*, Milano: Adelphi
- RUSCONI G. (1998): *Il bilancio sociale di impresa. Problemi e prospettive*, Milano: Giuffrè
- SABBATINI R. (2007): "Il governo lancia l'Opa europea", *Il sole 24 Ore* – 11 Novembre 2007
- SALAFIA V. (1999): "L'informativa societaria e l'efficienza del mercato", *Le Società*, n. 9, 1029-1033
- SALAFIA V. (2004): "La responsabilità della holding verso i soci di minoranza delle controllate", *Le società*, n. 1, 5-12
- SALAFIA V. (2006): "La legge sul risparmio, in *Le società*", n. 2, 137-144
- SALVIONI D. M. (1992): *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Torino: Giappichelli
- SALVIONI D. M. (a cura di) (2003): *Trasparenza della comunicazione economico-finanziaria*, Torino: Giappichelli
- SHILLER R. J. (1989): "Survey evidence on diffusion of interest and information among investors", *Journal of Economic Behaviour and Organization*, n.12, 47-66
- SCHÖN W. (2006): *Corporate Disclosure in a Competitive Environment – The ECJ's Axel Springer Case and the Quest for European Framework for Mandatory Disclosure*, ECGI Law Working Paper N° .55, disponibile su: <http://papers.ssrn.com>
- SPANOS L. (2006): *Corporate reporting on the internet in a European emerging capital market: the Greek case*, disponibile su: <http://papers.ssrn.com>
- SHLEIFER A., VISHNY R. W. (1997): "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, vol. LII, n. 2, 737-783
- SOTTORIVA C. (2007): "L'attuazione della direttiva 2003/51/CE con il D. Lgs. n. 32/2007", *Le società*, n. 6, 657-664
- SPAVENTA L., Testo predisposto per l'audizione del prof. Luigi Spaventa alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, e acquisito agli atti parlamentari, nell'ambito dell' "Indagine conoscitiva sull'attuazione del Testo Unico della finanza", 2002, disponibile su: <http://www.consob.it>
- VERNA G. (2007): "Novità in tema di bilanci e delle relazioni che lo corredano", *Le società*, n. 3, 265-269

- VIETTI M. (2005): "La tutela del risparmio e la riforma del diritto societario", *Le società*, n. 3, 286-290
- WALKER M., TSALTA A. (2001): *Corporate Financial Disclosure and Analyst Forecasting Activity: Preliminary Evidence for the U.K.*, ACCA Research Report No. 67, disponibile su: <http://www.accaglobal.com>
- WEIL D. (2002): *The Benefits and Costs of Transparency: A Model of Disclosure Based Regulation*, Working Paper, Transparency Policy Project, J.F.K. School of Government, Harvard University, disponibile su: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=316145
- WINTER, J. W. ET AL. (2002a): *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union*, disponibile su: <http://ec.europa.eu>
- WINTER, J. W. ET AL. (2002b): *Report of the High Level Group of Company Law Experts a Modern Regulatory Framework for Company Law*, disponibile su: <http://ec.europa.eu>
- TREQUATTRINI R. (1999): *Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto*, Torino: Giappichelli
- U.E. (2007): P6_TA(2007)023 *Statuto della società privata europea. Risoluzione del Parlamento europeo recante raccomandazioni alla Commissione sullo statuto della società privata europea, 2006/2013*, disponibile su: <http://www.europarl.europa.eu>
- ZAPPA G. (1962): *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Milano: Giuffrè
- ZINGALES, L. (2004): *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, ECGI Working Paper Series in Law N° 21/2004, disponibile su: <http://www.ecgi.org/wp/>

ALLEGATI

Punti d'esame dell'indagine Standard & Poor's "Transparency and Disclosure Study: Europe", April 2003

Ownership Structure and Investor Rights

Transparency of ownership

- Provide a description of share classes?
- Provide a review of shareholders by type?
- Provide the number of issued and authorized but non-issued ordinary shares?
- Provide the par value of issued and authorized but non-issued ordinary shares?
- Provide the number of issued and authorized but non-issued shares of preferred, nonvoting,
 - and other classes?
- Provide the par value of issued and authorized but non-issued shares of preferred,
 - non-voting, and other classes?
- Does the company disclose the voting rights for each class of shares?

Concentration of ownership

- Top 1, 3, 5, or 10 shareholders disclosed?
- Shareholders owning more than 10, 5, or 3 percent is disclosed? (3)
- Does the company disclose percentage of cross-ownership?

Voting and shareholder meeting procedures

- Is there a calendar of important shareholder dates?
- Review of shareholder meetings (could be minutes)?
- Describe procedure for proposals at shareholder meetings?
- How shareholders convene an extraordinary general meeting?
- How shareholders nominate directors to board?
- Describe the process of putting inquiry to board?
- Does the annual report refer to or publish Corporate Governance Charter or Code of Best Practice?
- Are the Articles of Association or Charter Articles of Incorporation published?

Financial Transparency and Information Disclosure

Business focus

- Is there a discussion of corporate strategy?
- Report details of the kind of business it is in?
- Does the company give an overview of trends in its industry?

- Report details of the products or services produced/provided?
- Provide a segment analysis, broken down by business line?
- Does the company disclose its market share for any or all of its businesses?
- Does the company report basic earnings forecast of any kind? In detail?
- Disclose output in physical terms?
- Does the company give an output forecast of any kind?
- Does the company give characteristics of assets employed?
- Does the company provide efficiency indicators (ROA, ROE, etc.)?
- Does the company provide any industry-specific ratios?
- Does the company disclose its plans for investment in the coming years?
- Does the company disclose details of its investment plans in the coming years?

Accounting policy review

- Provide financial information on a quarterly basis?
- Does the company discuss its accounting policy?
- Does the company disclose accounting standards it uses for its accounts?
- Standard & Poor's Transparency and Disclosure Study
- Does the company provide accounts according to the local accounting standards?
- Does the company provide accounts in alternate internationally recognized accounting method? Does the company provide each of the balance sheet, income statement, and cash-flow statement by internationally recognized methods?
- Does the company provide a reconciliation of its domestic accounts to internationally recognized methods?

Accounting policy details

- Does the company disclose methods of asset valuation?
- Does the company disclose information on method of fixed assets depreciation?
- Does the company produce consolidated financial statements?

Related party structure and transactions

- Provide a list of affiliates in which it holds a minority stake?
- Does the company disclose the ownership structure of affiliates?
- Is there a list/register of related party transactions?
- Is there a list/register of group transactions?

Information on auditors

- Does the company disclose the name of its auditing firm?
- Does the company reproduce the auditors' report?
- Disclose how much it pays in audit fees to the auditor?
- Disclose any non-audit fees paid to auditor?

Board Structure and Process

Board structure and composition

- Is there a chairman listed?
- Detail about the chairman (other than name/title)?
- Is there a list of board members (names)?
- Are there details about directors (other than name/title)?
- Details about current employment/position of directors provided?
- Are details about previous employment/positions provided?
- Disclose when each of the directors joined the board?
- Classifies directors as an executive or an outside director?

Role of the Board

- Details about role of the board of directors at the company?
- Is there disclosed a list of matters reserved for the board?
- Is there a list of board committees?
- Review last board meeting (could be minutes)?
- Is there an audit committee?
- Disclosure of names on audit committee?
- Is there a remuneration/compensation committee?
- Names on remuneration/compensation committee)?
- Is there a nomination committee?
- Disclosure of names on nomination committee?
- Other internal audit function besides audit committee?
- Is there a strategy/investment/finance committee?

Director training and compensation

- Disclose whether they provide director training?
- Disclose the number of shares in the company held by directors?
- Discuss decision-making process of directors' pay?
- Are specifics of directors' salaries disclosed (numbers)?
- Form of directors' salaries disclosed (cash, shares, etc.)?
- Specifics disclosed on performance-related pay for directors?

Executive compensation and evaluation

- List of the senior managers (not on the board of directors)?
- Backgrounds of senior managers disclosed?
- Number of shares held by the senior managers disclosed?
- Disclose the number of shares held in other affiliated companies by managers?
- Discuss the decision-making of managers' (not board) pay?
- Numbers of managers' (not on board) salaries disclosed?
- Form of managers' (not on board) salaries disclosed?
- Specifics disclosed on performance-related pay for managers?
- Details of the CEO's contract disclosed?

ALLEGATO 2

Tabella riportata dallo studio di Standard and Poor's: Balic A. et Al, *Transparency and Disclosure Study: Europe*, tab.1, p. 9.

Paesi:	ASSETTI PROPRIETARI			STRUTTURA E NORME CdA
	INDICE COMPOSITO	E DIRITTI INVESTITORI	TRASPARENZA INFORMATIVA	
U.K.	69	54	78	71
FRANCIA	65	60	70	64
SVEZIA	61	52	72	56
OLANDA	59	53	65	57
SVIZZERA	51	36	70	44
GERMANIA	50	38	74	35
ITALIA	50	38	64	45
SPAGNA	50	39	63	44
U.S.	42	25	66	31
ASIA, PACIFICO	48	41	60	42
GIAPPONE	61	70	76	37
ASIA, EMERGENTI	40	39	54	27
AMERICA LATINA	31	28	58	18

ALLEGATO 3

Tabella riportata dallo studio di Standard and Poor's: Balic A. et Al, *Transparency and Disclosure Study: Europe*, tab.2, p. 9.

Paesi:	INDICE COMPOSITO	ASSETTI PROPRIETARI E DIRITTI INVESTITORI	TRASPARENZA INFORMATIVA	STRUTTURA E NORME CdA
U.K.	71	57	79	73
FRANCIA	68	63	73	66
SVEZIA	62	53	73	57
OLANDA	65	58	69	65
SVIZZERA	59	44	74	54
GERMANIA	56	44	76	44
ITALIA	55	43	68	50
SPAGNA	55	44	68	49
U.S.	70	52	77	78
ASIA, PACIFICO	48	41	60	42
GIAPPONE	61	70	76	37
ASIA, EMERGENTI	40	39	54	27
AMERICA LATINA	31	28	58	18

ALLEGATO 4

Tabella riportata dallo studio di Standard and Poor's: Balic A. et Al, *Transparency and Disclosure Study: Europe*, tab.3, p. 11.

Paesi: \ DECILI	4	5	6	7	8	9
U.K.	0	0	2	44	47	6
FRANCIA	0	2	20	36	38	4
SVEZIA	0	6	39	39	17	0
OLANDA	0	12	20	36	32	0
SVIZZERA	18	12	24	29	18	0
GERMANIA	3	28	34	28	6	0
ITALIA	8	27	38	12	12	4
SPAGNA	12	29	28	35	6	0
MEDIA	5	15	24	32	22	2

ALLEGATO 5

FAC-SIMILE del primo foglio e riepilogo degli argomenti investiti dal questionario utilizzato in FROST C. A., *Disclosure Survey*, World Federation of Exchanges, 2003 (Cfr. Cap. 2)

Disclosure Questionnaire	
PART I – Information Items Required by Your Stock Exchange and/or Government Regulators in Your Market in Listing Documents (Prospectuses) and Annual Reports.	
In September 1998, IOSCO (the International Organization of Securities Commissions) published "International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers". These IOSCO Standards are the basis for this disclosure checklist.	
1.1 IDENTITY OF DIRECTORS, SENIOR MANAGEMENT AND ADVISERS AND RESPONSIBILITY STATEMENT.	
<i>Introduction: The purpose of this standard is to identify the company representatives and other individuals involved in the company's listing or registration and to indicate the persons responsible. The definition of the persons covered by this standard may vary in each country and would be determined by law.</i>	
A. Directors and senior management. Provide the names and business addresses of the company's directors and senior management.	
<input type="checkbox"/> Listing document	<input type="checkbox"/> Annual report
B. Advisers. Provide the names and addresses of the company's bankers and legal advisers to the extent the company has a continuing relationship with them.	
<input type="checkbox"/> Listing document	<input type="checkbox"/> Annual report
C. Auditors. Provide the names and addresses of the company's auditors.	
<input type="checkbox"/> Listing document	<input type="checkbox"/> Annual report
D. Responsibility statement. Give the name and function of persons responsible for the document.	
<input type="checkbox"/> Listing document	<input type="checkbox"/> Annual report
1.2 OFFER STATISTICS AND EXPECTED TIMETABLE	
<i>Introduction: The purpose of this standard is to provide key information regarding the conduct of any offering and the identification of important dates relating to the offering. It is understood that listings do not always involve offerings.</i>	
A. Offer statistics. State the total amount of the issue, the issue price, or the method of determining the price and the number of securities.	
<input type="checkbox"/> Listing document	

PART I

Information Items Required by Your Stock Exchange and/or Government Regulators in Your Market in Listing Documents (Prospectuses) and Annual Reports.

1.1 IDENTITY OF DIRECTORS, SENIOR MANAGEMENT AND ADVISERS AND RESPONSIBILITY STATEMENT.

- A. Directors and senior management.
- B. Advisers
- C. Auditors.
- D. Responsibility statement.

1.2 OFFER STATISTICS AND EXPECTED TIMETABLE

- A. Offer statistics.
- B. Method and expected timetable: The time period, 2. Method and time limits, 4. Full description of the manner in which results are to be made public

1.3 KEY INFORMATION

- A. Selected financial data.
- B. Capitalization and Indebtedness
- C. Reasons for the offer and use of proceeds.
- D. Risk factors.

1.4 INFORMATION ON THE COMPANY

A. History and development of the company

- 1. The legal name of the company, and commercial name if different. 2. The date of incorporation and length of life. 3. A description of the general development of business of the company. 4. A description, with figures, of the company's principal investments. 5. An indication of any public takeover offers

B. Business overview:

- 1. A description of the company's principal activities. 2. An indication of the categories of products or services. 3. A description of the principal products or services. 4. A description of the seasonality. 5. A description of the sources and availability of raw materials. 6. A description of the marketing approach. 7. Summary information regarding the company's revenue.

C. Competitive position.

D. Organizational structure.

- 1. Name of subsidiary. 2. Registered office of subsidiary. 3. Proportion of subsidiary's capital held. 4. Percentage of the group's revenue contributed by the subsidiary.

E. Property.

1.5 OPERATING AND FINANCIAL REVIEW AND PROSPECTS

Operating results.

Liquidity and capital resources:

Research and development, patents and licenses, etc.

Trend information.

1.6 DIRECTORS AND EMPLOYEES

Senior management.

- 1. Name. 2. Business experience. 3. Functions and areas of experience in the company. 4. Principal business activities performed outside the company. 5. Date of birth or age. 6. The

nature of any family relationship between any of the persons listed. 7. Any arrangement through which any person referred above was selected.

Directors:

1. Name, 2. Business experience. 3. Principal business activities performed outside the company 4. Date of birth or age. Nature of any family relationship between any of the persons listed. 6. Any arrangement or understanding with major shareholders, customers, suppliers, or others through which any person referred to above was selected

Compensation – Senior Management

1. The total aggregate amount of compensation paid. 2. The aggregate amounts of salary, bonus, share options, and other 3. The total amounts of funds set aside 4. If any of the compensation was paid pursuant to a bonus or profit-sharing plan, 5. If any of the compensation was paid in the form of stock options. 6. The total amount of compensation. 7. The detailed Compensation – Directors. 1. The total aggregate amount of compensation paid. 2. The aggregate amounts of salary, bonus, share options, and other categories 3. The total amounts of funds set aside and accounting. 4. If any of the compensation was paid pursuant to a bonus or profit-sharing plan. 5. If any of the compensation was paid in the form of stock options. 6. The amounts of salary, bonus, share options, and other types of compensation

Board Practices.

Directors;, Employees.

Share ownership.

1.7 MAJOR SHAREHOLDERS AND RELATED PARTY TRANSACTIONS

- A. Major shareholders
- B. Related party transactions.
- C. Interests of experts and counsel.

1.8 FINANCIAL INFORMATION

- A. Consolidated statements and other financial information
- B. Significant changes.

1.9 THE OFFER

- B. Plan of distribution
- C. Markets.
- D. Selling shareholders
- E. Dilution.
- Expenses of the issue.

1.10 ADDITIONAL INFORMATION

- A. Material contracts
- B. Exchange controls.
- C. Taxation.
- D. Dividends.
- E. Statement by experts.
- F. Documents on display.

PART II – Timely Disclosure of Material Developments

- 2.1 Subject matter of information disclosed
- 2.3A Simultaneous and Identical Disclosure.
- 2.4.A Dissemination of Information.
- 2.5 Equal Treatment.
- 2.6 Accountability.

PART III – Disclosure Procedures

- 3.1.A Is the exchange the sole authority responsible for the approval of IPO?
- 3.1.B Who plays a major role in regulating disclosure policies and practices?
- 3.2 What information is required to be filed with the Exchange?
- 3.3 What information is required to be furnished to government regulators?
- 3.4 Which of the following are reviewed by the Exchange before dissemination?
- 3.5 Which information is reviewed by other regulatory authorities before dissemination?
- 3.6 What actions does the Exchange take when a company violates or appears to have violated the Exchange's disclosure rules?
- 3.7 Does the Exchange verify t of Announcements and other price sensitive information?
- 3.8 What steps does the Exchange take if a discrepancy is found?
- 3.9 Are foreign companies permitted to list on the main market of your exchange?
- 3.10 Are foreign companies listed on the main market of your exchange subject to the same disclosure requirements as domestic listed companies?
- 3.11 Which accommodations for disclosure requirements are available to foreign companies listed on the main market of your exchange?
- 3.12 What company information is available stock exchange's website?

PART IV

Disclosure enforcement, and disclosure system and regulatory changes

- 4.1 Disciplinary Actions.
- 4.2 Disclosure Rule Improvements.
- 4.3 Monitoring and Enforcement Improvements.
- 4.4 Information Dissemination Improvements.
- 4.5 Regulatory Changes and New Legislation.

ALLEGATO 6

Tabella 8 - riportata dallo studio di ALLEGRINI M., *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, op. cit., p. 289.

TABELLA 8 – La valutazione delle classi informative dell'annual report secondo le scale di punteggio α β χ

CLASSI INFORMATIVE (N. di casi in cui la classe è esplicitata come sezione)	SCALA «α» (range: 0-30)	CLASSI INFORMATIVE (N. di pagine per sezione su totale pagine dell'informativa gestionale)	SCALA «β» (range: 0-100%)	CLASSI INFORMATIVE (Valutazione sul grado di approfondimento dell'informazione)	SCALA «χ» (range: 0-3)
Analisi reddituale-finanziaria	28	Analisi reddituale-finanziaria	24%	Analisi reddituale-finanziaria	2,5
Assetto istituzionale	24	Portafoglio ASA	22%	Portafoglio ASA	2,3
Eventi più significativi del periodo e fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio	24	Assetto istituzionale	15%	Assetto istituzionale	2,2
Portafoglio ASA	22	«Altre informazioni»	6%	Eventi più significativi del periodo e fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio	2,0
Informativa prospettica	18	Introduzione – profilo sintetico azienda - identità e valori aziendali	4%	Risorse umane	1,7
Introduzione – profilo sintetico azienda - identità e valori aziendali	16	Profilo competitivo	4%	Profilo competitivo	1,6
Dati di sintesi	16	Eventi più significativi del periodo e fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio	4%	Sviluppo ed innovazione	1,5
Lettera agli azionisti	15	Informativa prospettica	3%	Identità e valori aziendali	1,5
Risorse umane	15	Contesto ambientale	3%	Informativa prospettica	1,4
Sviluppo ed innovazione	13	Assetto tecnico e processi	3%	Contesto macro-ambientale	1,4
Contesto ambientale	12	Risorse umane	2%	Assetto tecnico e processi	1,0
Profilo competitivo	9	Lettera agli azionisti	3%	Rischi	0,8
Profilo sociale ed eco-ambientale	9	Dati di sintesi	2%	Assetto organizzativo	0,8
Assetto tecnico e processi	7	Sviluppo ed innovazione	2%	Profilo sociale ed eco-ambientale	0,5
Rischi	6	Rischi	1%	Risorse intangibili	0,3
Assetto organizzativo	5	Profilo sociale ed eco-ambientale	1%		
Glossario	3	Assetto organizzativo	1%		
Risorse intangibili	0	Glossario	0%		
		Risorse intangibili	0%		
		TOTALE	100%		

ALLEGATO 7

Exhibit 7 - riportato dall'indagine AIMR, *AIMR Corporate Disclosure Research*, 2000, p. 17.

Question 7: How important is each source of financial or corporate information when you analyze a company?		
Information Sources	Percent "Extremely" or "Very" Important (n=346)	Average Rating*
Company executives such as the CEO, CFO, or Chairman (spoken dialogue)	74%	4.1
Annual report	71%	4.0
News releases, earnings announcements	67%	3.9
Quarterly/interim reports	66%	3.9
Your company's own in-house analysts	57%	4.1
Company conference calls	54%	3.6
Regulatory filings (e.g., SEC filings such as 8-K, 10-K, 10-Q, 20-F, proxy, prospectus)	52%	3.7
Broker- or company-sponsored analyst meetings	51%	3.5
News services (Bloomberg, Reuters)	45%	3.5
Other analysts, fund managers, or brokers (spoken dialogue or written materials)	38%	3.3
Electronic data sources (e.g., EDGAR, Compustat) or the Internet	35%	3.1
Investor relations staff (spoken dialogue)	34%	3.1
Financial publications; the media	30%	3.1
Regulators or statutory agencies	17%	2.5
Information on the company's Web site	15%	2.7
Marketing bureaus or rating agencies	12%	2.4
AIMR	11%	2.4
Annual shareholder meetings	10%	2.3
Industry associations, societies, or federations other than AIMR	7%	2.3

*5 = extremely important; 4 = very important; 3 = somewhat important; 2 = not very important; 1 = not important ("not applicable" responses not included).

Table 2- riportata da BARTLETT S. A., CHANDLER R. A., "The corporate report and the private shareholder: Lee and Tweedie twenty years on", op. cit., p. 253

TABLE 2

Sections of annual financial report read by shareholders

	Read thoroughly (%)			Read briefly (%)			Do not read at all (%)			Importance (mean scores) B&C 1997
	B&C	L&T	L&T	B&C	L&T	L&T	B&C	L&T	L&T	
	1997	1975	1977	1997	1975	1977	1997	1975	1977	
Chairman's Statement	47.8	51.6	52	36.2	44.1	41	16.0	4.3	7	2.16
Financial Summary	44.9			37.7			17.4			1.68
Chief Executive's Review	34.8			31.9			33.3			2.49
Directors' Report:		35.0	27		43.3	48		21.7	25	
Review of operations	30.4			36.2			33.4			2.59
Financial review	20.3			42.0			37.7			2.56
Board and corporate matters	8.7			31.9			59.4			3.53
Corporate governance	8.8			14.7			76.5			3.74
Consolidated Profit and Loss Account	27.5	46.5	39	40.6	40.4	46	31.9	13.1	15	2.48
Shareholder Information	24.6			46.4			29.0			2.61
Consolidated Balance Sheet	17.4	34.0	29	42.0	41.7	48	40.6	34.3	23	2.69
Statement of Total Recognised Gains & Losses	14.5			30.4			44.9			2.98
Notes on the Accounts	13.1	29.4	21	33.3	36.4	42	53.6	34.2	37	3.13
Consolidated Cash Flow Statement	10.1			34.8			55.1			3.00
Sources and Application of Funds Statement			18			39			43	
Principal Subsidiary and Associated Undertakings	10.1			31.9			58.0			3.34
Additional Financial Information	7.3	26.5	19	30.4		44	62.3		37	3.30
Directors' Statement of Responsibility	5.8			26.1			68.1			3.49
Auditors' Report	4.3	17.4	16	33.3	39.0	36	62.4	43.6	48	3.18

ALLEGATO 9

Exhibit 17 - riportato dall'indagine AIMR, *AIMR Corporate Disclosure Research*, 2000, p.34.

Exhibit 17

Factor	Quality	Importance	Gap Analysis	
	Mean Score¹	Mean Score²	Gap³	Rank
Frequency (of information disclosed)	3.8	4.0	-.2	25
Timeliness (of information disclosed)	3.7	4.3	-.6	18
Consistency in reporting by companies from one period to the next	3.7	4.3	-.6	18
Accuracy (of information disclosed)	3.9	4.7	-.8	16
Balance sheet (financial statements)	3.8	4.4	-.6	20
Income statement (financial statements)	3.9	4.6	-.7	16
Cash flow statement (financial statements)	3.7	4.4	-.7	11
Statement of changes in shareholders' equity (financial statements)	3.4	3.7	-.3	24
Effect of changes in accounting standards	3.4	4.2	-.8	11
Segment/disaggregated information	3.3	4.3	-1.0	7
Discussion and analysis of performance and financial position	3.5	4.3	-.8	11
Components of net earnings per share	3.4	4.2	-.8	11
Monthly revenue reports	2.8	3.1	-.3	22
Business, financial, and market risk factors	3.0	3.9	-.9	11
Forward-looking information such as strategic and business plans, projections, and forecasts	3.2	4.3	-1.1	4
Historical information restated for acquisitions, mergers, discontinued operations, etc.	3.1	4.1	-1.0	7
Off-balance-sheet assets or liabilities	2.9	4.2	-1.3	1
Non-financial information such as key customers and suppliers, business cycles, business locations, etc.	2.7	3.9	-1.2	2
Schedule of compensation paid to senior management and board of directors	3.1	3.5	-.4	22
Derivative and hedging activities	2.6	3.6	-1.0	7
Related party transactions	2.7	3.6	-.9	10
Explanation of accounting estimates, reserves	2.8	3.9	-1.1	4
Explanation of revenue recognition criteria	3.0	4.1	-1.1	4
Tables or charts that itemize or summarize information	3.1	3.6	-.5	20
Explanation of extraordinary, unusual, or non-recurring charges such as restructuring charges	3.3	4.5	-1.2	2
Overall Mean	3.3	4.1		

¹Mean value where 5 = "excellent" and 1 = "poor."

²Mean value where 5 = "extremely important" and 1 = "not important."

³Difference between quality mean and importance mean.

» «

ALLEGATO 10

ELENCO DELLE 267 SOCIETA' COSTITUENTI IL CAMPIONE INDAGATO PER INDIVIDUARE IL GRADO DI ADESIONE AGLI OBBLIGHI PUBBLICITARI DELL'ART. 2497-BIS - CODICE CIVILE

Acea	Banco Santander Central	Dmail Group
Acegas - Aps	Basic Net	Dmt - Digital Multimedia Technologies
Acotel Group	Bastogi	
Acque Potabili	Bb Biotech	
Aacsm	Beghelli	Ducati Motor Holding
Actelios	Benetton Group	Edison
Aedes	Beni Stabili	Eems
Aem	Biesse	El.En.
Aem Torino	Bioera	Emak
Aeroporto Di Firenze	Bipielle Investimenti	Enel
Alerion Industries	Boero Bartolomeo	Enertad
Alleanza Assicurazioni	Bonifiche Ferraresi	Engineering
Amga	Borgosesia	Eni
Amplifon	Brembo	Erg
Anima Sgr	Brioschi Finanziaria	Ergo Previdenza
Ansaldo Sts	Buongiorno	Esprinet
Apulia Prontoprestito	Buzzi Unicem	Euphon
Arnoldo Mondadori Editore	C.I.R.	Eurofly
Art'E'	Cad It	Eurotech
Asm Brescia	Cairo Communication	Eutelia
Assicurazioni Generali	Caleffi	Exprivia (ex Aisofw@re)
Astaldi	Caltagirone	Fastweb
Autogrill	Caltagirone Editore	Fiat
Autostrada Torino Milano	Camfin	Fidia
Autostrade	Capitalia	Fiera Milano
Autostrade Meridionali	Carraro	Filatura Di Pollone
Azimut Holding	Cattolica Assicurazioni	Finarte - Semenzato Casa D'Aste
Banca Carige	Cdb Web Tech Spa	Finmeccanica
Banca Cr Firenze	Cdc	Ferrovie Nord Milano
Banca Fideuram	Cembre	Fondiaria - Sai
Banca Finnat Euramerica	Cementir Cementerie Del Tirreno	Fullsix
Banca Ifis	Centrale Del Latte Di Torino & C.	Gabetti Property Solutions
Banca Intesa	Chl	Garboli
Banca Italease	Ciccolella	Gefran
Banca Lombarda	Class Editori	Gemina
Banca Monte Dei Paschi Di Siena	Cofide	Geox
Banca Nazionale Del Lavoro	Compagnia Immobiliare Azionaria	Gewiss
Banca Pop. Dell'Etruria E Del Lazio	Credito Artigiano	Gim
Banca Popolare Dell'Emilia Romagna	Credito Bergamasco	Granitifiandre
Banca Popolare Di Intra	Credito Emiliano	Greenvision Ambiente
Banca Popolare Di Milano	Credito Valtellinese	Gruppo Ceramiche Ricchetti
Banca Popolare Di Sondrio	Cremonini	Gruppo Coin
Banca Popolare Di Spoleto	Crespi	Gruppo Editoriale L'Espresso
Banca Profilo	Csp International	Guala Closures
Banche Popolari Unite	Dada	Hera
Banco Di Desio E Della Brianza	Danieli & C.	I Grandi Viaggi
Banco Popolare Di Verona E Novara	Data Service	I Viaggi Del Ventaglio
	Datalogic	I.Net
	Datamat	Ifi
	Davide Campari - Milano	Ifil
	De' Longhi	Igd - Immobiliare Grande Distribuzione
	Digital Bros	

Segue:

ELENCO DELLE 267 SOCIETA' COSTITUENTI IL CAMPIONE INDAGATO PER INDIVIDUARE IL GRADO DI ADESIONE AGLI OBBLIGHI PUBBLICITARI DELL'ART. 2497-BIS CODICE CIVILE

Ima	Navigazione Montanari	Seat Pagine Gialle
Immobiliare Lombarda	Negri Bossi	Sias
Immsi	Noemalife	Sicc
Impregilo	Olidata	Sirti
Indesit Company	Pagnossin	Smurfit-Sisa
Innotech	Panariagroup Industrie	Snai
Intek	Ceramiche	Snam Rete Gas
Interpump Group	armalat	Snia
Ipi	Partecipazioni Italiane	So.Pa.F.
Irce	Permasteelisa	Socotherm
La Doria	Pierrel	Sogefi
La Gaiana	Pininfarina	Sol
Lavorwash	Pirelli & C.	Sorin
Linificio E Canapificio	Pirelli & C. Real Estate	Stefanel
Nazion.	Poligrafica S. Faustino	Tamburi
Lottomatica	Poligrafici Editoriale	Targetti Sankey
Luxtottica Group	Premafin Finanziaria	Tas-Tecnologia Avanzata
Maffei	Premuda	Dei Sistemi
Marazzi Group	Prima Industrie	Telecom Italia
Marcolin	Ratti	Telecom Italia Media
Mariella Burani Fashion	Rcs Mediagroup	Tenaris
Group	Recordati	Terna
Marr	Reno De Medici	Tiscali
Marzotto	Reply	Tod'S
Mediaset	Retelit	Toro Assicurazioni Spa
Mediobanca	Reti Bancarie	Trevi Group
Mediolanum	Rgi	Trevisan Cometal
Mediterranea Delle Acque	Richard-Ginori 1735	Txt E-Solutions
(Ex Acq. Nicolay e De	Risanamento	Uni Land
Ferrari)	Roncadin	Unicredito Italiano
Meliobanca	S.S. Lazio	Unipol Compagnia
Milano Assicurazioni	Sabaf	Assicuratrice
Mirato	Sadi	Valentino Fashion Group
Mittel	Saes Getters	Vemer Siber Group
Mondo Home	Safilo Group	Vianini Industria
Entertainment	Saipem	Vianini Lavori
Mondo Tv	Sanpaolo Imi	Vittoria Assicurazioni
Monrif	Save – Aeroporto Di	Zucchi
Montefibre	Venezia Marco Polo	
	Schiapparelli 1824	

Monti Ascensori

ELENCO DELLE SOCIETA' ESCLUSE DAL CAMPIONE INDAGATO PER INDIVIDUARE IL GRADO DI ADESIONE AGLI OBBLIGHI PUBBLICITARI DELL'ART. 2497-BIS C.C., P-ER MOTIVI DIVERSI QUALI:

- **Irreperibilità del Bilancio;**
- **Entrata in borsa nel corso del 2006;**
- **Procedure concorsuali in atto;**
- **Bilancio redatto in U.S. GAAP.**

A. S. Roma
Algol In Amministrazione Giudiziaria
Alitalia - Linee Aeree Italiane S.P.A.
Antichi Pellettieri
Banca Intermobiliare
Banca Popolare Italiana
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Bolzoni
Bulgari
Cell Therapeutics
Centenari E Zinelli
Cit In Amministrazione Straordinaria
Nice
Ras Holding
Saras
Stmicroelectronics

**ELENCO DELLE SOCIETA' INCONGRUENZE RISCONTRATE
NEL CAMPIONE INDAGATO**

Presenza in data base Cembra di Commercio, ma non in rilevazioni di Bilancio

Acotel Group
Banca Nazionale Del Lavoro
Caleffi
Credito Emiliano
Sol
St Microelectronics
Toro Assicurazioni
Unicredit

Presenza in Bilancio, ma non in data base Cembra di Commercio

Actelios
Aem
Autostrade
Banco Di Desio E Della Brianza
Banco Santander Central
Basic Net
Bastogi
Brioschi Finanziaria
Cdb
Cofide
Eurofly
Exprivia
Garboli
Marazzi
Mediterranea Delle Acque
Monti Ascensori
Olidata
Panaria Group
Reti Bancarie
Roncadin
Sias
Tas