

Quali debbano essere le azioni da intraprendere al fine di incentivare meccanismi di buon governo, capaci di insinuare una corretta cultura manageriale che possa suggerire ai decision maker i comportamenti più opportuni da adottare ai fini di una gestione ottimale della finanza d'impresa e un corretto funzionamento dei mercati finanziari?

Evoluzione della corporate governance verso il miglioramento dell'efficienza informativa dei mercati

Massimo Mariani
LUM Jean Monet

Il tema della corporate governance ha assunto negli ultimi anni un'importanza crescente nell'ambito degli studi sull'analisi dell'efficienza e trasparenza dei mercati finanziari. Infatti posto che la corporate governance si rivela come sistema di regole volto a definire le relazioni di reciprocità intercorrenti tra l'impresa e le differenti categorie di stakeholder, con un particolare riguardo alle posizioni detenute dagli shareholder quali soggetti conferenti il capitale di rischio, diventa fondamentale esaminare il problema della separazione tra proprietà e controllo che caratterizza gli enti societari di medio grandi dimensioni.

In altri termini la separazione tra i soggetti delegati all'assunzione di decisioni e i percettori del ritorno finale sul capitale apportato, sebbene mitigata da meccanismi di regolamentazione/incentivazione tendenti a disciplinare gli interessi del management allineandoli con quelli degli azionisti, a causa dell'incompletezza contrattuale che caratterizza inevitabilmente tutti i rapporti di agenzia, pone l'esigenza di valutare e prevenire i potenziali conflitti di interessi dai quali può essere affetto l'assetto organizzativo di uno specifico soggetto societario.

La problematica sollevata assume connotati diversi in relazione alla differente morfologia dei mercati dei capitali dei Paesi di maggior rilievo, per i quali a fronte di sistemi caratterizzati da compagini societarie ad azionariato diffuso e attivismo dei mercati finanziari, si suole parlare di



outsider system, mentre laddove si riscontra un più elevato livello di concentrazione dei pacchetti di controllo e un minor ricorso a meccanismi di raccolta del capitale di rischio sui mercati finanziari si fa riferimento a contesti di *insider system*. Nel primo caso, tipico dei Paesi anglosassoni, un importante sistema di misurazione dell'efficacia del controllo sull'operato del management può essere rappresentato dalle reazioni del mercato, capace di effettuare prontamente delle correzioni sul corso dei titoli azionari in relazione ai segnali rinvenibili dai comportamenti assunti da uno specifico soggetto societario. Nella seconda fattispecie, propria di Paesi dell'Europa continentale tra cui l'Italia, assume maggior rilievo nei meccanismi di controllo il ruolo delle banche che usualmente intrattengono con le imprese relazioni durature a causa delle quali si assiste a fenomeni di concentrazione dell'indebitamento. Pertanto in contesti di *relationship banking*, l'operato del management sconta l'esercizio dei poteri di controllo da parte di stakeholder come gli enti creditizi, i quali talora detengono interessi notevoli in una singola impresa in relazione alle somme complessivamente impiegate sul mercato del credito.

I citati meccanismi di controllo seppur con una valenza diversa, dovrebbero garantire un bilanciamento di poteri capace di limitare le azioni del management non conformanti con gli interessi societari. Tuttavia anche grazie a comportamenti compiacenti, sovente tali barriere nel recente passato sono state sistematicamente eluse generando dissesti finanziari di dimensioni ragguardevoli con perdite riversate a carico della generalità degli azionisti e/o obbligazionisti, per ovvie ragioni disincentivati a esercitare i pur legittimi poteri di controllo che competerebbero loro per legge.

Il fenomeno in questione, già deprecabile nei suoi effetti immediati configurandosi come forma di usurpazione della ricchezza, produce conseguenze notevoli per un orizzonte temporale medio lungo a seguito del verificarsi di un dissesto finanziario, in quanto si ripercuote sui meccanismi di reputazione e di ottimismo che su base emozionale incidono in maniera consistente sui processi di allocazione delle risorse, influenzando la propensione all'investimento dei piccoli risparmiatori¹.

Del resto i recenti fatti di cronaca paiono confermare

la criticità del tema dell'efficienza dei meccanismi trasmissivi delle informazioni sui mercati dei capitali, in un contesto ove scandali di proporzioni ragguardevoli (vedi casi Enron, Parmalat, ecc.) e processi di repentina globalizzazione finanziaria segnalati da politiche di multilisting, pongono l'attenzione sui fenomeni di market abuse, insider trading e tentativi di deviazione volontaria del sistema dei prezzi.

Le informazioni provenienti dalle piazze finanziarie di maggior rilievo per volume e intensità degli scambi, nonché per presunta trasparenza informativa, paiono dimostrare che i comportamenti scorretti accertati a margine di importanti operazioni di mercato assumono una frequenza crescente, come segnalato dallo studio condotto dalla Fsa (Financial services authority) per la borsa di Londra in riferimento al biennio 2004-2005².

Pare inevitabile chiedersi allora quali debbano essere le azioni da intraprendere al fine di incentivare meccanismi di buon governo, capaci di insinuare una corretta cultura manageriale che possa suggerire ai *decision maker* i comportamenti più opportuni da adottare ai fini di una gestione ottimale della finanza d'impresa e un corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Si tratta di una questione che assume necessariamente una dimensione transnazionale, in ragione della quale occorre prevenire altresì i concreti rischi di arbitraggio rinvenibili da probabili incoerenze sussistenti nei connotati giuridico economici dei diversi sistemi Paese.

In ragione di tali motivazioni la disciplina della corporate governance vive in ambito europeo una stagione di profondi mutamenti ove, pur nelle specificità dei singoli contesti socio economici, i diversi Paesi paiono seguire delle linee evolutive comuni aventi il fine di garantire:

- adeguata trasparenza sull'operato degli organi societari a beneficio di tutti gli stakeholder;
- rigore nell'implementazione dei sistemi di controllo interno;
- una congrua presenza di membri non executive nei board;
- l'istituzione di comitati interni per la nomina degli amministratori e sindaci e per la remunerazione;
- la presenza di soggetti deputati al mantenimento dei rapporti con gli azionisti;

¹ Per un'ampia disamina sulle interazioni tra Corporate Governance e sistemi finanziari

si consulti FORESTIERI G., *Corporate e investment banking*, Terza Edizione EGEA 2005.

² Vedi MONTI M., *Sui listini cresce il rischio insider tra-*

ding, *Il Sole 24 Ore* dell'11.3.2007.

– la nomina di un responsabile per il controllo interno. Lungo tali direttrici, sulla spinta del già citato processo di integrazione dei mercati finanziari che procede a ritmi incalzanti, i Paesi dell’Unione europea paiono tendere alla formulazione di “Global Corporate Governance Rules”. Tale obiettivo, concretamente perseguibile per lo meno per quanto concerne le società quotate in borsa, dovrebbe enfatizzare le interazioni positive derivanti dalla recente introduzione dei principi contabili internazionali las/lfrs, resi obbligatori dal primo gennaio 2005 per una vasta platea di soggetti.

Seppure vi sia il parere favorevole di tutte le parti interessate, il processo di allineamento verso una disciplina totalmente uniforme a livello europeo in materia di corporate governance pare scontare talune criticità legate in primo luogo alla coesistenza nell’ambito dell’Unione europea di:

- Paesi di matrice anglosassone con un mercato più ampio ed efficiente, compagini societarie ad azionariato diffuso (public company) e una più elevata trasparenza nei meccanismi di trasmissione delle informazioni finanziarie;
- Paesi continentali con mercati dei capitali meno sviluppati in termini di volumi intermediati e velocità degli scambi, soggetti economici caratterizzati da strutture proprietarie con un forte livello di concentrazione e processi di controllo affidati ai comitati interni.

In seconda istanza, si ravvisa la necessità di uniformare norme e/o regolamenti emanati in tempi e/o contesti diversi che determinano diverse procedure di organizzazione dei mercati mobiliari, di controllo sui sistemi di amministrazione, o ancora un diverso grado di adeguamento alle disposizioni contenute nei principi contabili internazionali di recente emanazione.

Nonostante quanto si sia appena evidenziato, il processo di armonizzazione pare procedere ugualmente, come testimonia la pubblicazione da parte dell’Unione europea del Green Paper al fine di definire una disciplina unica sul ruolo, sulle posizioni e sulle responsabilità del revisore legale dei conti.

Pari rilievo deve essere attribuito all’intervento dello Iosco (International Organization of Securities Commissions), organismo di matrice internazionale che sovrintende all’operato delle autorità di vigilanza dei diversi mercati

regolamentati, il quale in tre diversi documenti ha definito dei principi essenziali per il corretto funzionamento dei suddetti mercati:

- la trasparenza e l’informativa societaria degli emittenti quotati;
- l’indipendenza dei revisori contabili esterni;
- la necessità di affidare la vigilanza sui revisori a un organo sottoposto al controllo pubblico.

Non minore interesse in argomento, suscita il ruolo assunto negli ultimi anni a livello europeo da parte dei codici di autodisciplina, emanati dai singoli Stati tenendo conto di talune specificità presenti nei contesti locali e aventi il fine di garantire alle società quotate un corpus di norme in materia di corporate governance, confacenti al perseguimento degli obiettivi inizialmente evidenziati e la cui adozione a oggi è essenzialmente su base volontaria, sebbene valga il principio *comply or explain*.

I codici di autodisciplina esaminati (relativi a Italia, Francia, Germania e Regno Unito), come lecito attendersi, denotano delle differenze da contestualizzare negli impianti normativi che caratterizzano i singoli Stati, ragione per cui il momento della completa integrazione a livello europeo in materia di corporate governance può dirsi ancora lontano. Tuttavia si evidenziano dei tratti salienti comuni che paiono dimostrare la crescente necessità di interscambio avvertita dagli organismi di regolamentazione, ben attenti a cogliere le tendenze in atto in ambito europeo³.

Analizzando quanto più prettamente inerente al tema del presente lavoro, si rinviene nei differenti documenti l’intento comune di disciplinare adeguatamente l’informativa societaria. Se si osserva in particolare il codice Preda nella sua più recente formulazione, si rileva un apprezzabile sforzo nell’incentivare procedure di corretta gestione dei flussi informativi, in quanto se ne sottolinea la rilevanza per la corretta formazione dei prezzi di mercato e si invita a prevenire il rischio che notizie price sensitive siano divulgate in forma selettiva e/o inappropriata, costituendo terreno fertile per la messa in opera di procedure scorrette quali market abuse o insider trading.

Tali suggerimenti quali best practice da raccomandare nella gestione degli enti societari, tengono conto del fatto che in un mercato efficiente il corso dei titoli azionari

³ Vedi MARIANI M., *L’evoluzione dei sistemi di controllo nel*

contesto italiano ed europeo, Egea, 2006 e DALLOCCIO M.,

TAMAROWSKI C., Corporate Governance e Valore, Egea, 2005.

reagisce prontamente alla diffusione delle informazioni price sensitive. Se si considera altresì che a causa di inefficienze operative, molteplici mercati presentano forme di deviazione dei prezzi causate da meccanismi di apprendimento lento (*slow learning market*) o da sovrareazioni agli annunci rilevanti (*overreacting market*), si comprende che la possibilità di accedere a informazioni privilegiate da parte di un insider, consente di perseguire intenti speculativi facendo convergere il mercato verso posizioni ben diverse dal valore intrinseco delle attività sottostanti⁴.

In siffatti scenari si ribadisce il potere esercitabile sui mercati grazie alla detenzione di informazioni e assume notevole rilievo dottrinario il filone di studi rappresentato dalla finanza comportamentale, nell'ambito del quale si indaga sui processi di scostamento dai tradizionali modelli di efficienza elaborati dalla finanza classica, utilizzando quale base di lavoro le evidenze rilevabili in via empirica sul comportamento degli investitori nei processi di allocazione delle risorse.

In prima istanza si contravviene al postulato della finanza classica per il quale in un mercato perfettamente efficiente e trasparente, tutte le informazioni sono illimitatamente disponibili alla generalità degli operatori. Infatti si osserva che l'informazione assume un valore economico direttamente proporzionale alla scarsità della medesima e si propone di interpretare l'utilità di un dato addizionale in relazione al set di conoscenze già detenute da un soggetto, avvalendosi dei modelli di entropia tradizionalmente utilizzati nel campo della fisica. Pertanto si afferma implicitamente l'inesistenza di un punto di equilibrio ottimale sul mercato dei capitali e si assume quale dato incontrovertibile la presenza di asimmetrie informative da relazionare al grado di disordine del sistema.

Oltretutto i modelli di interazione elaborati dalla finanza comportamentale, paiono sostenere che la valenza delle informazioni recepite dagli investitori deve innestarsi nel background di esperienze già maturate dagli operatori, i quali sovente tendono a effettuare le proprie scelte sulla base di un certo conservatorismo e a individuare le criticità sulla base di categorie di *framing*, ovvero cercando delle analogie tra gli eventi attesi e specifiche fattispecie del passato. Se si considera altresì che accanto a investitori istituzionali operano numerosi operatori retail, per ovvie ragioni di economicità impossibilitati al reperimento

di informazioni più raffinate, si comprende la delicatezza di una corretta implementazione dei sistemi di corporate governance capaci di evitare lo sviamento di informazioni sensibili o la diffusione di dati inattendibili⁵.

Anche le rilevazioni dei premi di controllo attribuiti nelle transazioni di maggior rilievo registrate sui principali mercati borsistici, testimoniano la rilevanza di un *informational value* il quale fornirebbe un adeguato supporto alla spiegazione delle discrepanze esistenti tra prezzo di trasferimento dei pacchetti di controllo e quotazione di borsa. Infatti previa estrapolazione di una somma aggiuntiva effettivamente riconosciuta dal soggetto acquirente per l'acquisizione del controllo di un soggetto economico e che si giustificerebbe come sovrapprezzo da pagare, in previsione di sinergie attivabili dal soggetto controllante a seguito del mutamento dell'assetto proprietario, si individuano spesso dei differenziali residuali attribuibili all'*informational value*. Tale componente sconterebbe le aspettative del mercato in relazione ai prevedibili eventi futuri (Opa, mutamenti strategici, ricapitalizzazioni, ecc.) che dovrebbero interessare il soggetto economico per il quale si procede al trasferimento del controllo. La dimensione del valore in questione assume proporzioni differenti in relazione al maggiore o minore livello di efficienza del mercato nel quale una determinata transazione si realizza, con una prevedibile incidenza maggiore dell'*informational value* nei sistemi orientati agli intermediari e altrove definiti come prototipi di *insider system*⁶.

In siffatto scenario, che pur con le dovute specificità accomuna tutti i Paesi di maggiore rilevanza economica, l'Italia, presumibilmente nella consapevolezza di dover colmare il gap accumulato nei periodi precedenti rispetto ai sistemi più evoluti, ha mostrato negli ultimi anni una marcata sensibilità nei confronti delle tematiche sino a ora discusse adoperandosi in chiave legislativa al fine di dotare l'ordinamento giuridico di validi strumenti di prevenzione e repressione dei reati commessi ai danni della generalità dei risparmiatori. Infatti a seguito del d.lgs. n. 231/2001 che ha avviato in Italia un filone normativo introducendo il principio della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche e di successive disposizioni che hanno ampliato il novero dei reati societari, con la legge n. 62 del 2005 nel nostro ordinamento penale sono stati previsti i reati di abuso di informazioni privile-

⁴ Vedi DALLOCCIO M., SALVI A., *Finanza d'impresa*, Egea, 2005.

⁵ Vedi PIRAS L., *Dalla finanza classica a quella comportamentale*, Biblioteca di Finan-

za diretta da Maurizio Fanni, Giuffrè Editore, 2006.

⁶ GUATRI L., BINI M., *Nuovo trat-*

tato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, 2005.

giate e di manipolazione del mercato, disciplinati rispettivamente dagli artt. 184-185 del d.lgs. n. 58/1998⁷. Dette disposizioni denotano uniformità di intenti con le previsioni contenute nella recente versione del codice Preda, ove come già accennato in precedenza, vi sono delle specifiche raccomandazioni per la gestione dei flussi informativi rilevanti.

L'introduzione dei citati emendamenti normativi, deve ritenersi un atto dovuto a cui ha fatto seguito un attivismo successivo avente l'obiettivo di provare ad arginare *ex ante* i deprecabili comportamenti di cui si è discusso e al riguardo si segnalano le recentissime linee guida elaborate da Confindustria, al fine di tracciare un sentiero operativo secondo il quale modulare gli assetti organizzativi dei soggetti societari. In tale documento si individuano nelle aree di finanza, amministrazione e controllo gli ambiti di maggior rischio per la dispersione delle informazioni e si incentiva l'introduzione di meccanismi di regolamentazione capaci di prevenire comportamenti fuorvianti da parte del management.

Nella stessa direzione, a tutela dell'efficienza e trasparenza informativa dei mercati, pare orientato il documento di consultazione emesso dalla Consob in data 9 marzo 2007 con il quale, ai sensi della delega attribuita dall'art. 62, comma 3-bis, lett. a), b) e c) del Tuf, si propongono

dei criteri di regolamentazione dei seguenti aspetti:

- la disciplina della trasparenza contabile, adeguatezza organizzativa e sistema di controllo interno relativi a società ubicate in Paesi al di fuori dell'Ue e controllate da società quotate in un mercato regolamentato italiano;
- i requisiti per la quotazione di società sottoposte ad attività di direzione e coordinamento;
- gli obblighi informativi ai fini della quotazione di società finanziarie il cui patrimonio risulta costituito esclusivamente da partecipazioni⁸.

Analogo interesse suscitano le recenti proposte formulate dai vertici di Mts, mercato regolamentato italiano che gestisce la piattaforma elettronica per la negoziazione dei titoli di stato italiani e di altri titoli a reddito fisso, per i quali al fine di migliorare la trasparenza del mercato dei bond, sarebbe necessario costruire un sistema di rating elaborato tenendo conto di specifiche caratteristiche di ciascun prodotto obbligazionario⁹.

Complessivamente il sistema pare riservare la giusta attenzione positiva per la rimozione delle problematiche in argomento benché possa ritenersi assolutamente prematuro ipotizzare, nonostante i miglioramenti rilevati, che il mercato sia al riparo da operazioni speculative organizzate mediante gestione e utilizzo improprio delle informazioni price sensitive¹⁰.

⁷ Si riportano testualmente gli artt. 184 e 185 del d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998:

Articolo 184 – Abuso di informazioni privilegiate

1. È punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;

b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;

c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a).

2. La stessa pena di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1.

3. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto

conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

4. Ai fini del presente articolo per strumenti finanziari si intendono anche gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a).

Articolo 185 – Manipolazione del mercato

1. Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.

2. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci

volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

⁸ CONSOB, Condizioni per la quotazione di società controllanti società estere extraeuropee, di società controllate sottoposte all'attività di coordinamento e direzione di altra società e di società finanziarie (art. 62, comma 3-bis, del Tuf). Documento di consultazione del 9.3.2007.

⁹ SABBATINI R., Garbi: più trasparenza sui bond, Il Sole 24 Ore del 7.3.2007.

¹⁰ NEGRI G., Responsabilità delle imprese: il market abuse nei modelli, Il Sole 24 Ore del 5.3.2007.