

SENATO DELLA REPUBBLICA

XIV LEGISLATURA

Doc. XVII

n. 17

DOCUMENTO APPROVATO DALLE COMMISSIONI RIUNITE

6^a (Finanze e tesoro) e 10^a (Industria, commercio, turismo)

nella seduta del 24 marzo 2004

Relatori PEDRIZZI e PONTONE

A CONCLUSIONE DELL'INDAGINE CONOSCITIVA

proposta dalla Commissione 6^a del Senato nella seduta del 18 dicembre 2003 e dalla Commissione 10^a del Senato nella seduta del 13 gennaio 2004; svolta dalle Commissioni congiunte 6^a e 10^a del Senato e VI e X della Camera dei deputati nelle sedute del 15, 20, 22, 27, 29 e 30 gennaio 2004, del 3, 5, 9, 10, 12, 13, 16, 17 e 20 (antimeridiana e pomeridiana) febbraio 2004 e proseguita dalle Commissioni riunite 6^a e 10^a del Senato nelle sedute del 16, 17 (antimeridiana e pomeridiana), 18 (antimeridiana e pomeridiana) e 23 e conclusa nella seduta del 24 marzo 2004

SUI RAPPORTI TRA IL SISTEMA DELLE IMPRESE, I MERCATI FINANZIARI E LA TUTELA DEL RISPARMIO

(articolo 48, comma 6, del Regolamento)

Comunicato alla Presidenza il 24 marzo 2004

INDICE

PREMESSA

1. Causa, oggetto e metodo dell'indagine conoscitiva	Pag.	7
2. Le recenti crisi finanziarie in Italia: i casi Cirio e Parmalat	»	9
2.1 L'evoluzione del mercato finanziario italiano nel contesto internazionale	»	9
2.2 I casi Cirio e Parmalat	»	11

PARTE I - SISTEMA DELLE IMPRESE E MERCATI FINANZIARI

3. I rapporti tra banche e imprese	»	13
3.1 Il finanziamento delle attività di impresa e i suoi strumenti	»	13
3.2 I conflitti d'interessi nel finanziamento bancario delle imprese		14
4. I strumenti finanziari	»	17
4.1 Evoluzioni nell'allocazione delle risorse finanziarie delle famiglie	»	17
4.2 Le modalità di emissione e negoziazione dei titoli . .	»	19
4.3 Limiti, controlli e garanzie relative all'emissione e alla negoziazione dei titoli	»	21
4.4 La regolazione dei conflitti d'interessi degli intermediari	»	24
4.5 L'informazione nei riguardi dei risparmiatori	»	27
4.6 Concentrazione del capitale e «scatole cinesi»	»	28
4.7 Prodotti assicurativi e fondi pensione	»	29

PARTE II - CONTROLLI INTERNI ED ESTERNI SULLA GESTIONE DELLE SOCIETÀ

5. Il governo societario	»	32
5.1 Gli organi interni di amministrazione e controllo	»	34
5.1.1 Il consiglio di amministrazione	»	34
5.1.2 I sistemi di controllo interno e il collegio sindacale	»	37
5.2 Tutela delle minoranze	»	40
5.3 Disciplina dei gruppi e rapporti con parti correlate . .	»	41
5.4 Insediamento nei cosiddetti paradisi fiscali o legali . .	»	42

6. Le società di revisione	Pag.	45
6.1 Requisiti, incompatibilità ed estensione della competenza	»	47
6.2 Nomina, durata e remunerazione degli incarichi	»	50
6.3 Controlli e responsabilità	»	52
7. Gli analisti finanziari e le agenzie di <i>rating</i>	»	54
8. I mercati regolamentati	»	56

PARTE III - LE AUTORITÀ PUBBLICHE DI VIGILANZA

9.1 Problemi strutturali e funzionali nei casi Cirio e Parmalat	»	58
9.2 Modello di vigilanza e rapporti fra autorità	»	62
9.2.1 Il modello di vigilanza per finalità	»	62
9.2.2 La collocazione della vigilanza sui settori assicurativo e previdenziale	»	64
9.2.3 I rapporti fra autorità	»	67
9.3 Stabilità	»	69
9.4 Concorrenza	»	72
9.5 Trasparenza	»	74
10. Sistema sanzionatorio e interventi sulla giurisdizione ..	»	77
11. I sistemi di risarcimento dei risparmiatori	»	81
12. Le procedure fallimentari	»	82

CONCLUSIONI

13. Osservazioni conclusive	»	83
13.1 Premessa	»	83
13.2 La riforma dei controlli societari	»	85
13.2.1 L'integrazione dei mercati finanziari e il governo societario	»	85
13.2.2 La riforma dei controlli interni	»	87
13.2.3 Il ruolo dell'autodisciplina di mercato	»	90
13.2.4 La riforma dei controlli esterni: le società di revisione	»	91
13.2.5 La riforma dei controlli esterni	»	93
13.2.5.1 a) Le società di <i>rating</i>	»	93
13.2.5.2 b) Analisti finanziari	»	93
13.2.6 Il fenomeno delle cosiddette «scatole cinesi» ..	»	94
13.2.7 Paradisi fiscali e legali	»	95
13.2.8 L'ammissione dei titoli alla negoziazione di borsa	»	96

13.3 I rapporti tra banca e impresa	<i>Pag.</i>	96
13.4 La riforma delle funzioni di vigilanza	»	97
13.4.1 Ragioni e orientamento della riforma	»	97
13.4.2 Sviluppare il modello di vigilanza per finalità ponendo al centro la tutela del risparmio	»	98
13.4.3 La vigilanza sulle assicurazioni e sui fondi pensione	»	100
13.4.4 La disciplina delle autorità	»	101
13.4.5 Coordinamento e semplificazione normativa	»	102
13.5 Il problema dell'apparato sanzionatorio	»	102
13.6 Interventi sulla giurisdizione	»	103
13.7 Sistemi di tutela dei risparmiatori	»	104

Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio

Documento conclusivo

PREMESSA

1. Causa, oggetto e metodo dell'indagine conoscitiva

A seguito dei recenti dissesti delle società Cirio e Parmalat, la cui insolvenza ha recato grave danno non soltanto ai possessori di strumenti finanziari da queste emessi, ma anche, in generale, alla fiducia dei risparmiatori e dei mercati finanziari, le Commissioni VI (Finanze) e X (Attività produttive) della Camera dei deputati e 6^a (Finanze) e 10^a (Industria) del Senato della Repubblica hanno ritenuto di dover approfondire l'analisi dei problemi posti in luce da queste vicende, con riguardo all'ordinamento italiano, in vista dell'adozione delle misure legislative che abbiano a palesarsi necessarie, così com'è accaduto in altri Stati in conseguenza di somiglianti fenomeni.

Le Commissioni hanno pertanto deliberato di procedere congiuntamente allo svolgimento di un'indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio.

Mediante quest'indagine le Commissioni hanno inteso verificare, anche attraverso l'analisi dei fatti che hanno portato ai due dissesti sopra menzionati:

1) quali siano gli strumenti e i canali di finanziamento delle imprese e quale il ruolo svolto dalle banche a questo riguardo;

2) quali siano le forme di partecipazione delle imprese alla gestione delle banche, con particolare attenzione alla loro influenza sulle scelte relative al merito di credito, quali gli strumenti e le modalità con cui le banche medesime possano incidere sulla gestione delle imprese, quali situazioni di conflitto d'interessi possano derivarne e quali siano i rimedi atti a prevenire o regolare tali conflitti;

3) quali siano il funzionamento e il grado d'idoneità dell'attuale sistema di controlli societari, interni ed esterni, rispetto al fine di assicurare la trasparenza della gestione finanziaria, di garantire la tutela dei diversi soggetti coinvolti e di evitare conflitti d'interessi, anche nella prospettiva dell'eventuale revisione della normativa in materia di diritto societario;

4) in quali forme e con quali strumenti gli organi preposti alla vigilanza esercitino la loro funzione di controllo rispetto alla situazione fi-

nanziaria delle imprese, in un quadro complessivo caratterizzato da un elevato grado di diversificazione delle fonti di finanziamento, e quale sia, in tale contesto, l'efficienza dell'attuale riparto di competenze in materia di vigilanza sui mercati finanziari tra la Banca d'Italia, la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

Per ognuno di questi temi, l'indagine ha mirato alla ricostruzione sistematica - sul piano delle norme e delle prassi degli operatori - del complesso funzionamento dei rapporti fra i soggetti pubblici e privati che interagiscono nel sistema economico-finanziario e, parallelamente, all'individuazione degli elementi critici manifestatisi nel concreto svolgimento delle vicende Cirio e Parmalat. Le Commissioni hanno potuto valersi del contributo offerto dai rappresentanti del Governo, degli organi pubblici di vigilanza, degli ordini professionali, delle associazioni sindacali e di categoria, di istituti di credito e di altri soggetti operanti nel settore finanziario, nonché di qualificati esperti, ascoltati in una serie di audizioni che si è articolata nel corso di sedici sedute, tenutesi alternativamente presso le sedi del Senato e della Camera tra il 15 gennaio e il 20 febbraio 2004.

Durante lo svolgimento dell'indagine conoscitiva è sopravvenuto il disegno di legge presentato dal Governo in materia di interventi per la tutela del risparmio. Esso, ufficialmente presentato alla Presidenza della Camera il 16 febbraio 2004 e stampato con il numero di Atto Camera n. 4705, ha avuto pubblica ancorché informale circolazione già precedentemente nel testo deliberato dal Consiglio dei ministri il 3 febbraio. Pertanto il suo contenuto è stato oggetto di considerazioni e rilievi nel corso di talune audizioni.

L'indagine compiuta si colloca in un percorso ordinato e coerente che, attraverso l'acquisizione di dati ed elementi di conoscenza, dovrà favorire l'assunzione delle iniziative e l'esercizio delle funzioni spettanti alla competenza del Parlamento, per offrire un'efficace risposta politica ad una questione grave e complessa che, per la sua incidenza sugli interessi dei cittadini e dei risparmiatori, sul funzionamento del sistema economico-finanziario nazionale anche nelle sue relazioni con i mercati e gli ordinamenti esteri, sull'esercizio dei poteri di regolazione, vigilanza e controllo dello Stato, sollecita l'attenzione e la responsabilità delle istituzioni politiche ai loro massimi livelli. È auspicio diffuso che questo processo conoscitivo, attraverso la collaborazione delle istituzioni e dei soggetti operanti nel settore, possa condurre alla maturazione di decisioni le quali, per la gravità dei problemi e per la rilevanza generale degli interessi da tutelarsi, dovranno essere assunte con l'apporto propositivo e il concorso deliberativo di tutte le parti politiche, affinché i principi e gli istituti di garanzia che verranno introdotti in una necessaria opera di riforma siano sostenuti dalla massima condivisione e dal più ampio consenso possibile.

2. *Le recenti crisi finanziarie in Italia: i casi Cirio e Parmalat*

2.1. L'evoluzione del mercato finanziario italiano nel contesto internazionale

Le vicende che hanno dato occasione all'indagine conoscitiva debbono essere inquadrare nell'evoluzione che, nel contesto internazionale, anche il sistema finanziario italiano ha registrato nell'ultimo decennio, e rispetto alla quale vengono qui in rilievo gli aspetti riguardanti il finanziamento delle imprese, il ruolo svolto in quest'ambito dalle banche e la loro conseguente definizione funzionale.

Secondo l'analisi presentata a questo riguardo dal Ministro dell'economia e delle finanze¹, ad una prima fase (cronologicamente situata nel periodo che intercorre tra la ricostruzione post-bellica e gli anni ottanta del secolo appena terminato), in cui istituti di credito specializzati a medio termine hanno finanziato le imprese attraverso l'emissione di propri titoli obbligazionari in regime di privilegio legale, ne è seguita una seconda (corrispondente agli anni novanta), nella quale si sono diffuse le emissioni in euro-lire, in un contesto di progressiva liberalizzazione. La terza e attuale fase è connotata dall'emissione di obbligazioni societarie da parte delle imprese con il sostegno delle banche.

In questa fase il Ministro ha ravvisato il manifestarsi di alcuni aspetti patologici:

1) l'andamento asimmetrico del sistema delle imprese rispetto al settore creditizio;

2) la traslazione – talora forzosa – dei rischi dalle banche a terzi (fondi, risparmiatori) attraverso le emissioni obbligazionarie e il loro collocamento;

3) da parte delle imprese, l'aggiramento del rapporto legale tra capitale sociale ed emissioni obbligazionarie attraverso le emissioni all'estero e la garanzia su emissioni di società collegate aventi sede all'estero;

4) da parte delle imprese e delle banche, l'aggiramento della normativa sul collocamento di prodotti finanziari, attraverso emissioni sull'euromercato destinate ad investitori istituzionali (con prospetti semplificati) e loro successiva diffusione presso il pubblico senza le garanzie di legge.

Questo complesso di elementi patologici delinea una crisi la quale – secondo l'analisi del Ministro – non è di origine industriale, ma è una crisi finanziaria, che non si esaurisce in un caso, nell'uso improprio di uno strumento, in uno specifico errore di valutazione, ma si estende e si sviluppa in una serie connessa di casi, di strumenti, di errori².

¹ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 8-10.

² Ivi, p. 8.

Dalla fine degli anni novanta, le maggiori imprese industriali italiane hanno mutato la composizione e la struttura dei loro debiti finanziari, preferendo ricorrere alle emissioni obbligazionarie piuttosto che all'accrescimento del debito verso le banche. Contestualmente è variata la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie, nella quale (come si vedrà meglio più avanti, sezione 4.1.) è cresciuto il peso degli strumenti finanziari. Lo sviluppo del mercato obbligazionario si è concentrato fra il 1999 e il 2002, in una fase congiunturale di ribasso dei corsi azionari e di ristagno economico, nella quale – come rilevato anche dalla letteratura economica – è più probabile il manifestarsi di crisi societarie, anche legate a condotte fraudolente³.

Nel sistema finanziario si è venuto quindi sviluppando in questo periodo un più spiccato orientamento verso il mercato, che, tanto più ove manchi un'adeguata diffusione degli investitori istituzionali, è caratterizzato – come ha segnalato il Presidente della CONSOB – da una più accentuata instabilità dovuta alla maggiore discrezionalità delle imprese rispetto a decisioni di accrescimento dell'indebitamento e alla maggiore facilità con cui, attraverso la diffusione degli strumenti finanziari, il rischio d'impresa può essere trasferito alle famiglie e a investitori non soggetti a controllo di stabilità⁴.

Il fenomeno dei fallimenti di emittenti con obbligazioni diffuse è particolarmente sensibile nei sistemi finanziari (come quelli anglosassoni) in cui più intensamente operano le dinamiche di mercato.

Sono significativi a questo riguardo i dati richiamati dai rappresentanti dell'Associazione bancaria italiana (ABI) e della Confindustria, che concorrono a meglio collocare nel più ampio contesto europeo le vicende recentemente occorse in Italia.

I casi d'insolvenza relativi a obbligazioni societarie verificatisi in Europa dal 1990 al 2002 sono stati 103 (32 dei quali nel solo anno 2002), per un ammontare complessivo di 65,6 miliardi di euro. In particolare, per gli anni 2001 e 2002, il valore complessivo degli strumenti obbligazionari non rimborsati è stato in Europa di 11 miliardi e 300 milioni di euro nel 2001 e di 43 miliardi e 300 milioni di euro nel 2002. Nel 2001, il tasso medio di *default* delle obbligazioni dei titoli classificati come speculativi è stato del 12,3 per cento, nel 2002 è asceso al 20,7 per cento, mentre per il 2003 il dato disponibile al mese di novembre è del 7,7 per cento. La gran parte dei casi d'insolvenza (la metà rispetto al numero di operazioni e i due terzi dal punto di vista del loro valore) si è registrata in Gran Bretagna. Solo due casi hanno riguardato società italiane, il primo, nel

³ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 6-9.

⁴ Ivi, p. 6.

2002 (Cirio), per un controvalore di 1,1 miliardi di euro, il secondo, nel 2003 (Parmalat), per circa 7 miliardi di euro⁵.

2.2. I casi Cirio e Parmalat

Le vicende che hanno portato al dissesto delle società Cirio e Parmalat con l'emersione di responsabilità, anche di carattere penale, che sono attualmente oggetto di accertamento da parte delle competenti autorità, manifestano caratteri comuni, i quali possono genericamente individuarsi nella mancata corrispondenza tra la realtà finanziaria e produttiva delle società e dei gruppi ad esse facenti capo e le rappresentazioni fornite nei rispettivi bilanci. In entrambi i casi è dato ravvisare comportamenti fraudolenti da parte degli amministratori.

Nel caso Cirio, infatti, è risultato che i bilanci occultavano perdite, riportando crediti poi rivelatisi inesigibili, in particolare verso società correlate facenti capo al medesimo soggetto proprietario⁶. Le obbligazioni emesse, prive di *rating*, rappresentavano una componente elevata dell'indebitamento complessivo⁷. Indagini su comportamenti fraudolenti degli amministratori e di altri soggetti sono in corso da parte dell'autorità giudiziaria.

Più articolata è l'analisi della vicenda Parmalat, le cui origini risalgono assai addietro negli anni.

La crescita del gruppo è avvenuta nel tempo attraverso una graduale estensione delle produzioni e l'acquisizione di imprese in Italia e all'estero (alla fine del 2002 il gruppo era composto da 213 società aventi sede in 50 Stati; solo 30 di esse in Italia). Parallelamente si verificava l'internazionalizzazione dell'operatività nel campo finanziario, comprendente il reperimento di risorse sui mercati e l'attribuzione di fondi – poi risultati inesistenti – a controllate estere. Acquisizioni e investimenti erano finanziati attraverso l'indebitamento.

La società di *rating* Standard & Poor's ha ricordato a questo proposito come, nonostante gli alti livelli di disponibilità liquide, Parmalat abbia sempre spiegato il ricorso al debito per motivi di ottimizzazione fiscale e, in tempi più recenti, per rifinanziarsi sul mercato dei capitali sfruttando opportunità di mercato per allungare le scadenze del proprio indebitamento (pratiche che, secondo la società, sarebbero peraltro comuni a molte società italiane ed europee)⁸.

⁵ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 27-28; audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12.

⁶ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10 e allegato 6; Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 34.

⁷ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10 e allegato 6.

⁸ Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor's, seduta del 3 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 35.

Attraverso varie società del gruppo, la Parmalat si è pertanto finanziata ampiamente sul mercato internazionale dei capitali; in particolare, a partire dal 1997 sono state effettuate 32 emissioni obbligazionarie per circa 7 miliardi di euro, per più dell'80 per cento delle quali il collocamento è stato curato da importanti banche estere, che hanno altresì concesso finanziamenti al gruppo⁹.

Fra queste operazioni, l'acquisizione delle attività del gruppo Cirio nel settore del latte venne sottoposta nel 1999 a condizioni da parte dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, la quale prescrisse la cessione di alcuni marchi e stabilimenti. Secondo quanto esposto alle Commissioni dal Presidente di quest'Autorità, pur in presenza di dubbi sull'effettivo adempimento delle prescrizioni formulate, non è stato possibile operare accertamenti sui soggetti esteri cui Parmalat aveva ceduto le suddette attività, e soltanto le ultime vicende hanno palesato l'intervenuta elusione delle norme sulla concorrenza¹⁰.

In tale contesto viene a situarsi un'alterazione dei bilanci societari operata mediante l'iscrizione di attività finanziarie inesistenti, prolungata nel tempo e sostenuta dalla falsificazione di documenti ad opera di soggetti appartenenti alla società. Questa condotta dolosa è stata resa possibile dall'inefficacia dei controlli interni ed esterni, per cui – salvo l'accertamento delle responsabilità nelle sedi giudiziarie – possono ipotizzarsi la negligenza o la connivenza di persone che per ufficio avrebbero dovuto vigilare sulla gestione e accertare la correttezza e la veridicità dei bilanci¹¹.

La vicenda si configura quindi – secondo le parole del Presidente della CONSOB – come «un fenomeno criminoso costituito da condotte di rilievo penale, plurioffensive, poste in essere dolosamente da più soggetti in concorso fra loro»¹². Anche secondo il giudizio del Governatore della Banca d'Italia, il dissesto della Parmalat nasce da «episodi ripetuti di criminalità nella gestione d'impresa», e dimostra che «l'inosservanza della legge e la mancanza di un solido riferimento etico per i comportamenti degli operatori possono costituire un grave intralcio al funzionamento del sistema economico e finanziario»¹³.

Su tale ricostruzione dei fatti relativi alla condotta degli amministratori nei due casi esaminati e sulla valutazione circa l'insufficienza dei controlli interni sulla gestione e dei controlli esterni rimessi ai responsabili della revisione dei bilanci non sembrano sussistere sostanziali divergenze di valutazione tra i soggetti ascoltati nel corso dell'indagine. Opinioni diverse sono state invece espresse circa la condotta degli istituti di credito e degli organi

⁹ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 10-12 e allegati 1, 2, 3a e 3b.

¹⁰ Audizione del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 4-8.

¹¹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 17-18 e pp. 31-32.

¹² Ivi, pp. 10-11.

¹³ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 15.

di vigilanza: su questi aspetti sarà quindi necessario un esame più dettagliato, che verrà svolto a suo luogo (rispettivamente, nelle sezioni 4 e 9).

PARTE I

Sistema delle imprese e mercati finanziari

3. I rapporti tra banche e imprese

La prima questione verso cui nell'indagine le Commissioni hanno diretto la propria attenzione riguarda il rapporto tra banche e imprese, sotto il duplice aspetto delle forme e degli strumenti di finanziamento delle attività industriali, con il ruolo svolto in ciò dalle banche, e dei rapporti intercorrenti fra sistema creditizio e sistema delle imprese sul piano delle partecipazioni azionarie, dei rispettivi incroci e dei conflitti d'interessi che possono derivarne.

3.1. Il finanziamento delle attività d'impresa e i suoi strumenti

Nel quadro d'evoluzione storica delineato nelle pagine precedenti (paragrafo 2.1) è agevole ravvisare la trasformazione del rapporto fra l'impresa e il credito, che, da un sistema caratterizzato dall'attività di istituti specializzati per il credito a medio e lungo termine, in cui le banche erano i principali erogatori di finanziamenti al sistema industriale, ha portato nell'ultimo decennio dello scorso secolo ad una sensibile crescita delle forme di finanziamento diretto delle imprese attraverso il ricorso al mercato, in particolare con emissioni obbligazionarie rispetto alle quali le banche hanno assunto la funzione di collocamento e intermediazione.

L'effetto di ciò non è stato, per altro, secondo quanto è emerso nel corso dell'indagine, la sostituzione del credito bancario con il finanziamento obbligazionario, almeno al livello complessivo del sistema. La forte crescita di tale forma di finanziamento negli ultimi anni non si è infatti accompagnata a una diminuzione degli impieghi bancari, che hanno avuto invece un rilevante incremento: nel periodo 1997-2002, i prestiti bancari sono aumentati di 174 miliardi di euro, mentre l'ammontare delle obbligazioni delle imprese è cresciuto di 65 miliardi di euro. Ad avviso del Presidente dell'ABI, che ha segnalato questi dati, lo sviluppo dei prestiti obbligazionari s'inserisce in un più generale processo di consolidamento della struttura finanziaria delle imprese italiane, ancora sbilanciata sul breve termine. Tale processo è stato obiettivamente favorito dall'avvento dell'euro e dalla convergenza dei tassi di interesse italiani verso i livelli europei¹⁴.

¹⁴ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 7-8; in senso conforme si veda anche l'audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 7.

Da quanto esposto consegue che gli istituti bancari svolgono attualmente un duplice ruolo nel sistema: da un lato essi possono orientare lo sviluppo industriale attraverso le scelte effettuate relativamente alla concessione del credito, dall'altro si propongono come interlocutori delle imprese che seguono la via del finanziamento diretto sul mercato dei capitali, sia nelle attività connesse alla loro quotazione in borsa (valutazione e collocazione delle quote di capitale), sia in quelle relative al collocamento dei prestiti obbligazionari da queste emessi.

Lo sviluppo degli aspetti finanziari nello svolgimento delle attività d'impresa ha comportato altresì l'assunzione di partecipazioni incrociate, con la detenzione di quote di capitale degli istituti bancari da parte di gruppi industriali e la presenza di imprenditori e amministratori di questi ultimi negli organi di gestione delle banche.

La rete di relazioni derivante dalla situazione in sintesi descritta, come da più parti è stato rilevato, contiene intrinsecamente le cause di potenziali conflitti d'interessi sia nel rapporto fra gli istituti di credito e le imprese, sia nella funzione d'intermediazione finanziaria svolta dalle banche nei riguardi degli investitori. Riservando l'esame di quest'ultimo aspetto alla sede appropriata (sezione 4.3), nel successivo paragrafo si tratterà di quanto attiene agli elementi di conflitto inerenti alla prossimità fra soggetti operanti nel credito e nell'industria.

3.2. I conflitti d'interessi nel finanziamento bancario delle imprese

Nell'annunciare gli intendimenti del Governo per una più appropriata regolazione del rapporto fra banca e impresa, il Ministro dell'economia e delle finanze ha enunziato l'obiettivo di pervenire a una disciplina delle incompatibilità volta a evitare l'influenza delle imprese debentrici sulla gestione della banca e sulle decisioni in materia di finanziamento¹⁵.

Attualmente la separazione tra banca ed impresa è affidata in sostanza a tre strumenti: il divieto per le imprese di superare il 15 per cento del capitale delle banche; l'autorizzazione al superamento delle soglie fissate dalla Banca d'Italia (articolo 19, comma 2, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, di seguito denominato: «testo unico bancario»); l'approvazione all'unanimità, da parte del consiglio di amministrazione, dei fidi concessi a membri del consiglio stesso (articolo 136 del testo unico bancario)¹⁶.

Ha rilevato il professor Marco Onado che, tra questi strumenti, solo il primo sembrerebbe oggi necessario (anche se non sufficiente). Il secondo, infatti, appare superato perché non si vede su quali basi l'Autorità di vigilanza potrebbe desumere dal passaggio, ad esempio, di una partecipa-

¹⁵ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 16-17.

¹⁶ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 24.

zione dal 9,9 al 10,1 per cento l'intenzione di un azionista-imprenditore di passare da un ruolo di semplice investitore a quello di utilizzatore privilegiato di credito. Riguardo al terzo strumento, esso assicura pubblicità all'interno del consiglio di amministrazione e degli organi sociali, ma non sembra sufficiente di fronte ai problemi attuali¹⁷.

L'esigenza di rendere più stringente la disciplina dei rapporti fra banche e imprese è stata segnalata anche da altri intervenuti, a partire dal Ministro delle attività produttive¹⁸.

Il Presidente della CONSOB ha formulato l'opinione che le occasioni di conflitto rappresentate dalla partecipazione di imprenditori ai consigli d'amministrazione di istituti di credito potrebbero essere eliminate *in radice* vietando tale partecipazione ovvero la concessione di finanziamenti alle imprese interessate¹⁹. Per ovviare al potenziale conflitto di interessi risultante dalla presenza di imprenditori nell'azionariato bancario, il Governatore della Banca d'Italia ha suggerito una più stringente definizione della nozione di soggetto industriale collegato e una disciplina più rigorosa sulla contemporanea posizione di amministratore e di affidato della banca²⁰.

Secondo il Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, le regole da adottarsi a questo proposito dovrebbero tendere ad evitare sia l'ingerenza delle banche nelle scelte industriali sia, per converso, l'influsso che azionisti delle imprese esposte, presenti nei consigli d'amministrazione o nei patti di sindacato degli istituti di credito, potrebbero esercitare sulle decisioni relative all'erogazione di finanziamenti. Occorre considerare, in quest'ultima ipotesi, anche la possibilità che il soggetto industriale tenda a favorire le proprie attività in maniera indiretta, orientando le scelte di concessione del credito verso iniziative non confliggenti con l'area di suo interesse²¹.

Si tratta di un rischio particolarmente sentito dalle piccole e medie imprese in rapporto alla sproporzione che, ad avviso dei rappresentanti della Confederazione italiana della piccola e media industria (Confapi) – ma al problema ha fatto riferimento anche il Presidente della Confindustria –, sussisterebbe tra i finanziamenti a queste attribuiti e quelli concessi alla grande impresa, in misura preponderante e con effetti ritenuti distortivi²². Deve per altro avvertirsi a questo riguardo che, secondo quanto in-

¹⁷ Ivi, pp. 24-25.

¹⁸ Audizione del Ministro delle attività produttive, seduta del 12 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 8.

¹⁹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 126; in senso conforme i rappresentanti della Confapi, seduta del 22 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 11.

²⁰ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 26.

²¹ Audizione del Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, seduta del 10 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 136-137.

²² Audizione dei rappresentanti della Confapi, seduta del 22 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 6; p. 23; si veda anche l'audizione dei rappresentanti della Confindustria, ivi, p. 79.

dicato dal Presidente dell'ABI, l'attenzione dedicata dalle banche italiane al comparto delle imprese di minori dimensioni risulterebbe comparativamente superiore rispetto al panorama europeo²³.

Diverso avviso è stato espresso nella nota consegnata dal Presidente della Confindustria, secondo cui – premesso che «le attuali istruzioni della Banca d'Italia sulla separatezza tra banca e impresa, che impongono limiti di partecipazione al capitale bancario e ai cosiddetti grandi fidi, se efficacemente applicate, rappresentano lo strumento adatto per prevenire conflitti d'interessi» – sarebbe possibile intervenire per rendere più trasparenti gli assetti proprietari delle banche, imponendo una maggiore informazione sui rapporti di partecipazione al capitale delle stesse e di finanziamento dell'impresa e diffondendo più ampiamente fra le banche, anche non quotate, i principi di governo societario indicati per le imprese. Non viene invece considerata risolutiva l'eventuale imposizione di divieti all'assunzione di funzioni d'amministrazione, direzione e controllo presso la stessa banca o società verso la quale l'imprenditore abbia un'esposizione debitoria significativa: anche rispetto a situazioni di tal genere, Confindustria riterrrebbe preferibili interventi atti a migliorare la comunicazione e l'informazione al pubblico²⁴. Nel corso del suo intervento, il Presidente di quest'associazione ha ribadito alcuni dei punti sopra riferiti, aggiungendo che il solo criterio dell'entità dell'esposizione debitoria non sarebbe a suo avviso dirimente per la soluzione del problema. In generale, pur dichiarandosi persuaso della necessità di evitare commistioni tra banche e imprese e tra le diverse forme di attività bancaria, ha osservato che l'adozione del modello della banca universale deriva dalle crescenti dimensioni della competizione, anche internazionale, che obbliga gli istituti a svolgere un sempre maggior numero di compiti²⁵.

Con specifico riferimento al ruolo del consiglio d'amministrazione degli istituti di credito e alla prevenzione di eventuali conflitti d'interessi, ad avviso dell'ABI deve ritenersi sufficiente il presidio posto dall'articolo 136 del testo unico bancario, che per gli atti di compravendita, le obbligazioni e le operazioni di finanziamento effettuate con una banca o una società facente parte di un gruppo bancario da chi svolga funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la banca o la società stessa o presso altra banca o società del medesimo gruppo richiede – fermi restando i previsti obblighi d'astensione – la deliberazione unanime dell'organo di amministrazione, il voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo e, nel caso di gruppi, l'assenso della capogruppo. L'articolo 40 del disegno di legge Atto Camera n. 4705 precisa che queste disposizioni si applicano a chi esercita funzioni di amministrazione, dire-

²³ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 9.

²⁴ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 28.

²⁵ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 39; pp. 52-54; pp. 84-85.

zione e controllo presso una banca o altra società facente parte del gruppo di questa, alla società che gli stessi soggetti controllano o presso cui svolgono le suddette funzioni, nonché alle altre società facenti parte del medesimo gruppo²⁶.

La necessità di più penetranti misure è stata invece sostenuta dal professor Marco Onado, ad avviso del quale la richiamata disposizione del testo unico bancario non è più sufficiente in presenza di convergenti interessi dei dirigenti bancari e degli amministratori di imprese industriali, rispettivamente miranti a conservare immutati assetti societari loro favorevoli, a proteggere l'indebitamento accumulato e, per converso, ad assicurarsi l'accesso privilegiato al credito e ai servizi finanziari²⁷.

4. *Gli strumenti finanziari*

Si è rilevata nel precedente paragrafo l'accresciuta importanza che gli strumenti finanziari sono venuti assumendo nel quadro delle strategie d'impresa e segnatamente dell'acquisizione di risorse per lo sviluppo delle attività commerciali. È dunque necessario approfondire, anche attraverso la ricostruzione delle vicende che hanno dato occasione all'indagine, la riflessione sull'impiego di questi strumenti – in particolare le obbligazioni societarie –, sul contesto nel quale si è collocato il loro recente sviluppo, sulle forme di collocamento e di diffusione tra il pubblico e sui conflitti di interessi che possono determinarsi in quest'ambito.

4.1. *Evoluzioni nell'allocazione delle risorse finanziarie delle famiglie*

La trasformazione intervenuta nelle forme di finanziamento delle imprese commerciali secondo quanto sopra descritto (sezione 3.1) è caduta in coincidenza con un rilevante mutamento nelle scelte compiute dalle famiglie relativamente all'allocazione delle proprie disponibilità finanziarie.

Il Governatore della Banca d'Italia ha svolto nella sua audizione un significativo confronto tra la situazione risultante a metà degli anni novanta e quella registrata nel secondo anno del nuovo secolo²⁸.

Il raffronto fra la situazione del 1995 e quella del 2002 evidenzia i seguenti fatti:

per quanto riguarda il finanziamento del settore pubblico, gli 82.031 milioni di euro ricevuti nel 1995 provenivano per oltre la metà dalle famiglie (43.763 milioni, pari al 53,35 per cento); nel 2002, su complessivi 46.250 milioni di euro, provenivano dalle famiglie 19.101 milioni (pari al 41,3 per cento);

²⁶ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 27-28.

²⁷ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2003, *Resoconto stenografico*, pp. 53-54.

²⁸ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 7-10 e tavv. 2-3.

per quanto riguarda il finanziamento delle imprese, nel 1995, su finanziamenti non azionari per complessivi 28.829 milioni di euro è sostanzialmente assente l'apporto delle famiglie, che nel 2002 ammonta invece a 8.861 milioni di euro (pari al 10,1 per cento su complessivi 87.699 milioni); in quest'ambito, l'apporto delle banche è rispettivamente di 22.022 milioni (pari al 76,39 per cento) nel 1995, di 36.620 milioni (pari al 41,76 per cento) nel 2002. La componente obbligazionaria, sostanzialmente assente nel 1995, registra nel 2002 nuovi finanziamenti per 35.426 milioni di euro (pari al 40,39 per cento del totale dei finanziamenti non azionari): ad essa concorrono le famiglie per 8.937 milioni di euro, le imprese e società finanziarie per 6.562 milioni, operatori esteri e altri soggetti per 21.893 milioni, mentre in quest'anno le banche riducono la loro quota per 1.966 milioni.

Ne risulta che, dalla seconda metà degli anni novanta, il mercato obbligazionario si sviluppa in Italia parallelamente agli altri paesi dell'area euro. In questo periodo, la composizione della ricchezza delle famiglie – ferma restando la prevalenza della destinazione verso la raccolta bancaria – tende a dirigersi sempre più verso azioni e obbligazioni, il cui ammontare detenuto dalle famiglie è stimabile alla fine del 2002 in 294 miliardi di euro (di cui 30 miliardi in obbligazioni, a fronte dei 6 miliardi stimati per il 1995). Si aggiungono obbligazioni emesse da imprese e banche estere per 92 miliardi.

In questo quadro si collocano le vicende Cirio e Parmalat, che, secondo le stime effettuate dalla stessa Banca d'Italia, avrebbero coinvolto, rispettivamente, circa trentamila e circa ottantacinquemila famiglie detentrici di obbligazioni emesse da queste società²⁹.

L'effetto della crisi è stato aggravato dal limitato sviluppo di intermediari operanti con un orizzonte di lungo termine e in grado di diversificare il proprio portafoglio azionario e obbligazionario, in quanto, sebbene crescente, è ancora limitata la quota delle attività finanziarie delle famiglie gestita da investitori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni e fondi pensione), rimanendo ampiamente diffusa presso i risparmiatori l'assunzione diretta delle decisioni d'investimento³⁰. Su quest'aspetto ha insistito anche il Presidente dell'ABI, secondo cui – a fronte di un'azione finora poco incisiva, anche da parte dei soggetti pubblici, per rendere i cittadini consapevoli della mutata struttura del sistema finanziario – sarebbe quindi interesse generale favorire sempre più l'utilizzo dei prodotti gestiti o dei servizi di gestione professionale, in grado di disporre delle competenze necessarie per manovrare su mercati complessi, e forniti di una massa critica tale da consentire un'equilibrata assunzione dei rischi³¹.

²⁹ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 14.

³⁰ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10; p. 14.

³¹ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 11-13; p. 33.

Nonostante il processo sopra descritto, il ricorso alle emissioni obbligazionarie per il finanziamento delle imprese risulta in Italia ancora significativamente inferiore rispetto alla misura rilevata in altri sistemi finanziari: secondo i dati forniti dal Presidente dell'ABI, le obbligazioni societarie costituiscono in Italia il 16 per cento del complesso dei debiti finanziari, da raffrontare con una media europea del 22,3 per cento e con una misura pari a quasi un terzo del totale delle fonti di finanziamento negli Stati Uniti d'America³². In questo contesto, la possibilità di valersi del mercato obbligazionario è ritenuta irrinunciabile per lo sviluppo delle imprese, e la diffusione di atteggiamenti di sospetto indiscriminato nei riguardi di questa forma di finanziamento potrebbe recare grave danno alle imprese stesse, al mercato finanziario e all'intero sistema economico nazionale³³.

4.2. Le modalità di emissione e negoziazione dei titoli

Nel corso dell'indagine, numerosi interventi – anche sulla base delle notizie apparse su organi di stampa circa le perdite lamentate da piccoli investitori a seguito dell'insolvenza delle due società suddette – hanno posto in questione la condotta delle banche nella diffusione dei titoli obbligazionari presso i propri clienti, sia sotto l'aspetto dell'idoneità dell'informazione fornita a risparmiatori non necessariamente forniti di adeguata competenza e consapevolezza, sia sotto quello della correttezza delle procedure osservate nella cessione dei titoli, sia, infine, rispetto all'ipotizzata traslazione di rischi che, precedentemente assunti dalle banche medesime attraverso la concessione di crediti alle società interessate, sarebbero stati poi trasferiti mediante il collocamento di corrispondenti emissioni obbligazionarie con operazioni per questo sospettabili di conflitto d'interessi.

A questo riguardo, il Ministro dell'economia e delle finanze ha richiamato l'attenzione su una pratica che, attraverso l'emissione di titoli destinati a investitori professionali su mercati esteri e la loro successiva diffusione tra il pubblico, al di fuori delle forme e delle garanzie prescritte dalla legge per gli strumenti volti a sollecitare l'investimento, rende possibile il sostanziale aggiramento della normativa sul collocamento dei prodotti finanziari³⁴.

Con specifico riferimento al caso Parmalat, il Ministro ha inoltre espresso l'avviso che nella condotta degli istituti di credito possano ravvisarsi anomalie riferibili ad un processo di sostituzione tra affidamenti bancari ritirati e corrispondenti emissioni obbligazionarie³⁵.

³² Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 7.

³³ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 8; pp. 33-34.

³⁴ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10.

³⁵ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 11-12.

Altri soggetti ascoltati nel corso dell'indagine hanno esposto a questo riguardo posizioni in parte differenti.

Si è rilevato, in generale, che per le emissioni quotate o collocate con sollecitazione all'investimento sul mercato italiano valgono le regole e le procedure di trasparenza prescritte dal testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF). Le obbligazioni emesse da imprese private senza *rating* né prospetto sono invece riservate agli investitori professionali. Se tuttavia, dopo l'iniziale sottoscrizione, le obbligazioni sono cedute a investitori individuali (anche piccoli risparmiatori) dietro loro richiesta, si applicano le regole previste per la negoziazione, e non vi è quindi obbligo di prospetto. Come avvertito nel documento consegnato alle Commissioni dall'Associazione fra le società per azioni (Assonime), «la linea sottile tra sollecitazione (attiva) e negoziazione (passiva) lascia aperto un varco per comportamenti impropri degli intermediari»³⁶.

Secondo il Presidente della CONSOB, nella vicenda Cirio si sono verificati da parte di istituti di credito, in misura da determinare, casi di diffusione di prestiti obbligazionari, originariamente riservati a investitori istituzionali, presso la clientela non professionale. Per questo, la CONSOB, anche avvalendosi della collaborazione della Banca d'Italia, ha intrapreso accertamenti sulla condotta degli intermediari bancari che avrebbero ceduto a investitori italiani non professionali obbligazioni prive di *rating* e prospetti informativi in quanto destinate a investitori istituzionali e quotate sulla borsa del Lussemburgo³⁷. Secondo l'avviso del Governatore della Banca d'Italia, che ha tuttavia rinviato alle risultanze dell'attività in corso, sarebbero «pochissime le obbligazioni Cirio collocate al risparmiatore a diminuzione del credito»³⁸. Il Presidente dell'ABI, pur rilevando che, secondo i dati statistici, le obbligazioni emesse sono aumentate e i crediti bancari verso Cirio si sono ridotti, ha osservato che, essendovi osmosi completa sul versante del passivo – poiché quando un debito cresce, un altro si riduce o viene pagato – tale aspetto non può identificarsi come causa necessaria di patologia³⁹.

In relazione al caso Parmalat, il Presidente dell'ABI ha osservato altresì che gli elementi disponibili – situazione finanziaria della società risultante dai bilanci certificati, valutazione delle agenzie di *rating*, giudizi degli analisti finanziari – non erano tali da far attribuire all'investimento in obbligazioni da questa emesse un elevato livello di rischio: le banche italiane non erano a conoscenza della situazione di crisi, né in grado di scoprire la reale situazione dell'azienda, in quanto una banca non può ana-

³⁶ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 4.

³⁷ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 33; pp. 39-41; Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10; p. 81.

³⁸ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 59.

³⁹ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 83-84.

lizzare la veridicità di un bilancio o accertare se un documento sia falso⁴⁰. Ha comunque precisato che le banche interessate stanno valutando «caso per caso» la situazione degli acquirenti di titoli Cirio e Parmalat, in vista della possibilità di ristorare i risparmiatori, in tutto o in parte, delle perdite subite laddove sussistano dubbi sulla consapevolezza dell'investitore o circa l'esistenza di conflitti d'interessi⁴¹. Indipendentemente dall'accertamento di eventuali mancanze e responsabilità da parte degli operatori, il Governatore della Banca d'Italia ha per parte sua affermato di ritenere opportune le iniziative in questo senso autonomamente assunte da alcuni istituti, in quanto atte a ristabilire il necessario rapporto di fiducia tra le banche e i risparmiatori, specialmente in relazione all'adeguatezza dell'assistenza prestata al momento dell'investimento⁴².

Gli istituti di credito auditi (Unicredito italiano, Sanpaolo Istituto mobiliare italiano, Banca Intesa, Capitalia), dopo aver invitato a non demonizzare il ricorso al mercato obbligazionario che resta comunque uno strumento fondamentale di finanziamento delle imprese e fattore di modernizzazione, hanno decisamente escluso di aver mai utilizzato le emissioni obbligazionarie per rientrare da posizioni creditizie verso il gruppo Parmalat. È stato anche evidenziato che, se a livello teorico il trasferimento di posizioni creditizie da una banca al mercato non sarebbe di per sé una patologia (in quanto traslare rischi di credito a investitori professionali e consapevoli sarebbe prassi di mercato), diverso è il caso di trasferimento a soggetti inconsapevoli dei rischi⁴³.

Ad ogni modo gli istituti di credito hanno rivendicato, tanto sul caso Cirio che su quello Parmalat, la sostanziale correttezza dei loro comportamenti, così come delle strutture e degli organi⁴⁴. I rapporti di credito con il gruppo Parmalat sono stati mantenuti sino all'ultimo sulla base di bilanci certificati, di risultati trimestrali, di valutazioni di agenzie internazionali di *rating*, del consenso dei mercati internazionali; non solo le periodiche richieste di informazioni e precisazioni confermavano i dati pubblici, ma tutte le dieci emissioni obbligazionarie scadute prima del *crack* erano state rimborsate regolarmente⁴⁵.

4.3. Limiti, controlli e garanzie relative all'emissione e alla negoziazione dei titoli

Il testo unico bancario e l'articolo 2412 del codice civile, nel testo novellato dalla recente riforma del diritto societario attuata con il decreto

⁴⁰ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 46-49.

⁴¹ Ivi, pp. 50-52.

⁴² Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25.

⁴³ Audizione dei rappresentanti di Unicredito Italiano SpA, seduta del 20 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 9.

⁴⁴ Si veda, ad esempio, l'audizione del Presidente di Capitalia SpA, seduta del 20 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 51.

⁴⁵ Audizione dei rappresentanti di Banca Intesa SpA, seduta del 20 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 9.

legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, consentono l'emissione di titoli obbligazionari in misura superiore al capitale sociale dell'emittente⁴⁶. In particolare, il nuovo articolo 2412 del codice civile ha introdotto due novità: la possibilità di emettere obbligazioni sino al doppio del capitale sociale e delle riserve disponibili; per le obbligazioni emesse oltre tale limite e destinate agli investitori professionali, la responsabilità di questi ultimi in solido con l'emittente nei confronti dei risparmiatori qualora le obbligazioni vengano immesse sul mercato⁴⁷.

Sul funzionamento di queste disposizioni - volte a garantire equilibrio nel ricorso al mercato da parte delle banche e delle società per azioni, quelle cioè nelle quali l'imprenditore non risponde delle obbligazioni assunte con l'intero proprio patrimonio - potrebbe incidere la prossima adozione dei principi contabili internazionali, che prevedono la valutazione delle attività sulla base del valore di mercato. Rispondendo all'on. Leo, che richiamava l'attenzione su questo punto, il Presidente della CONSOB ha convenuto che tale fatto «potrebbe "scuotere" il sistema del rendiconto e tutta la documentazione dei bilanci delle grandi e medie imprese più che di quelle piccole», auspicando quindi che l'unificazione dei principi preveda un periodo di transizione⁴⁸.

Sono state formulate nel corso dell'indagine ipotesi di interventi normativi attraverso i quali ovviare ai problemi emersi nella disciplina riguardante gli strumenti obbligazionari.

Rispetto alla disciplina delle emissioni, uno strumento di contrasto al denunciato meccanismo d'aggiramento dei limiti riferiti alla consistenza del capitale sociale potrebbe rinvenirsi nell'equiparare, a questo fine, le emissioni effettuate all'interno e le prestazioni di garanzia della società capogruppo su emissioni obbligazionarie estere⁴⁹. D'altronde, proposte di direttive comunitarie prossime all'approvazione (riguardanti le offerte pubbliche d'acquisto e gli obblighi di trasparenza delle società quotate) prevedono obblighi più penetranti di trasparenza sulle strutture societarie e sugli strumenti finanziari emessi, incluse le obbligazioni. È stato quindi proposto di estendere tali obblighi, attraverso le norme nazionali di recepimento, alle emissioni di società controllate, assistite da garanzia della società quotata o del soggetto controllante aventi sede in Italia, nonché a tutte le operazioni che abbiano l'effetto di alterare la situazione economica e patrimoniale consolidata⁵⁰.

⁴⁶ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 23.

⁴⁷ Audizione del sottosegretario di Stato per la giustizia, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 30.

⁴⁸ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 105.

⁴⁹ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 16; in senso conforme il Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 55.

⁵⁰ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 2.

Secondo l'avviso espresso dai rappresentanti della Confindustria, nel necessario quadro di maggiori controlli sulle emissioni gioverebbe prevedere l'obbligo di comunicazione di tutte le emissioni effettuate non solo in Italia, ma anche all'estero da tutte le società dello stesso gruppo, comprese quelle indirettamente collegate, mentre la fissazione di nuovi limiti all'emissione di obbligazioni non sembrerebbe idonea ad evitare casi d'insolvenza⁵¹.

Per quanto attiene all'elusione degli obblighi di trasparenza nella diffusione di strumenti finanziari, si è prospettata l'opportunità di estendere a tutte le forme di negoziazione con il pubblico degli investitori non professionali il requisito consistente nella valutazione di affidabilità operata da agenzie indipendenti di *rating*⁵², ovvero l'obbligo di prospetto, come indicato nella direttiva sul prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003), procurando in ogni caso che i prospetti e le note informative presentate risultino semplici e comprensibili⁵³.

Uno strumento da più parti suggerito per assicurare una seria valutazione dei rischi e una corrispondente assunzione di responsabilità da parte degli intermediari dei titoli obbligazionari consisterebbe nella previsione – esistente in alcuni ordinamenti e segnatamente in quello degli Stati Uniti d'America – di un periodo minimo (da stabilirsi ad esempio nella misura di un anno) durante il quale l'intermediario sarebbe vincolato a mantenere l'investimento nel proprio portafoglio prima di procedere alla negoziazione con il pubblico: ciò in particolare nel caso di strumenti originariamente destinati ad investitori professionali o privi di prospetto informativo⁵⁴. In caso di successiva cessione ai risparmiatori individuali, gli intermediari dovrebbero inoltre fornire agli acquirenti un documento informativo predisposto sotto la propria responsabilità⁵⁵.

Si è rilevato infine come appaia causa di opacità l'esclusione, prevista dall'articolo 100, comma 1, lettera *f*), del TUF, di alcuni prodotti finanziari (obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario) dagli obblighi di comunicazione alla CONSOB e di redazione del pro-

⁵¹ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 26-27.

⁵² Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 55.

⁵³ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 4 e nota 7.

⁵⁴ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 55; p. 68; audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 26; audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 23.

⁵⁵ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 4.

spetto informativo⁵⁶. È stato tuttavia rilevato che l'abrogazione di tale norma significherebbe introdurre nel mondo assicurativo una distinzione fra prodotti finanziari e prodotti del ramo danni: se pertanto si dovesse procedere in tal senso, si è proposto di distinguere tra prodotti finanziari in cui il rischio è interamente o principalmente in capo al risparmiatore, e quelli in cui il rischio è sopportato in misura prevalente dalla compagnia di assicurazione⁵⁷.

4.4. La regolazione dei conflitti d'interessi degli intermediari

Benché non siano state univoche le opinioni espresse dai soggetti ascoltati durante l'indagine circa l'effettiva sussistenza di comportamenti irregolari da parte degli intermediari nelle vicende Cirio e Parmalat, può convenirsi sul rilievo formulato in via generale dal Presidente della CONSOB, secondo cui il sistema della banca universale, per i conflitti d'interessi cui dà luogo, accresce la probabilità che non siano adempiuti i doveri fiduciari e di correttezza, alla cui osservanza è rimessa la tutela dei risparmiatori in caso di investimenti non rigidamente regolamentati⁵⁸.

Per quanto concerne in particolare i conflitti d'interesse – insiti nella natura degli intermediari polifunzionali – tra le funzioni di intermediario negoziatore, di organizzatore di un consorzio d'investimento, di finanziatore e di ufficio che pubblica studi sulle società, il Presidente dell'ABI ha osservato che le soluzioni adottate nei diversi ordinamenti, compreso quello italiano, si fondano sulla previsione di barriere operative tra i vari soggetti (cosiddetti *chinese walls*) e sulla trasparente comunicazione del conflitto all'investitore⁵⁹. Quanto alla prima, il Presidente della Confindustria ha per altro riconosciuto che i limiti posti si sono dimostrati nella pratica tutt'altro che insormontabili, sia in considerazione della dimensione del problema, che esigerebbe una riflessione a livello internazionale, sia in rapporto a problemi specifici, il principale fra i quali consisterebbe nell'attività di gestione di patrimoni svolta, nel sistema della banca universale, da soggetti che possono occuparsi della valutazione e quotazione di società e del collocamento degli strumenti finanziari da queste emessi⁶⁰.

Riguardo alle banche, queste hanno evidenziato come il modello della banca universale con muraglie cinesi, pur presentando talvolta ele-

⁵⁶ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 47.

⁵⁷ Audizione dei rappresentanti dell'Associazione nazionale fra le imprese assicuratrici (ANIA), seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 6.

⁵⁸ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 9-10; p. 50.

⁵⁹ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 16-18.

⁶⁰ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 36; pp. 51-52.

menti di debolezza, resti comunque quello che si è affermato in tutto il mondo (inclusi gli Stati Uniti). Si tratta piuttosto di intervenire su tale modello per affinarlo, avendo riguardo non solo ai conflitti di interesse interni al gruppo bancario, ma anche a quelli che si possono creare nei confronti, per esempio, delle aziende affidate⁶¹.

Il problema legato alla polifunzionalità degli intermediari – a parere di Assogestioni – sarebbe invece risolvibile riferendosi alle regole di comportamento previste nella proposta di revisione della direttiva sui servizi di investimento, implementate dal Comitato europeo delle autorità di supervisione dei mercati finanziari (CESR)⁶².

Il Ministro dell'economia e delle finanze⁶³ ha prospettato la possibilità d'individuare limiti ulteriori alla circolazione dei prodotti finanziari collocati presso i soli investitori professionali, oltre quanto già disposto dall'articolo 2412, secondo comma, del codice civile (a norma del quale, in caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali), la cui estensione agli strumenti e ai prodotti finanziari emessi all'estero e collocati, ivi o in Italia, presso i soli investitori professionali, nel caso in cui essi vengano successivamente diffusi in Italia nell'esercizio delle attività di prestazione dei servizi d'investimento, è prevista dall'articolo 38 del disegno di legge Atto Camera n. 4705 presentato dal Governo.

L'estensione dell'applicazione dell'articolo 2412 del codice civile – se secondo una parte della dottrina richiederebbe cautela per il rischio di un disimpegno del sistema creditizio dal mercato del collocamento⁶⁴ – è stata tuttavia condivisa dall'Associazione del risparmio gestito (Assogestioni), che ha altresì proposto, quale rimedio ad una possibile traslazione del rischio-emittente dall'intermediario al risparmiatore, di prevedere una formale attestazione, da parte dell'intermediario, della rispondenza o meno dell'investimento al profilo di rischio del cliente⁶⁵ (suscitando perplessità nel sistema bancario per la difficoltà di identificare a priori in modo esauriente, non arbitrario e non lesivo della *privacy* la tolleranza al rischio dei milioni di risparmiatori detentori di titoli⁶⁶). Su questo stesso filone si inserisce l'ipotesi di richiedere agli emittenti di certifi-

⁶¹ Audizione dei rappresentanti di Banca Intesa SpA, seduta del 20 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 14.

⁶² Audizione dei rappresentanti dell'Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 42.

⁶³ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 17.

⁶⁴ Audizione del professor Francesco Capriglione, seduta del 13 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 10.

⁶⁵ Audizione dei rappresentanti dell'Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 43.

⁶⁶ Audizione dei rappresentanti di Unicredito Italiano SpA, seduta del 20 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12.

care, continuamente o a date precise, determinate caratteristiche di rischio dei loro prodotti⁶⁷.

Tra le proposte avanzate, si è già detto nel paragrafo precedente dell'ipotesi di prevedere un termine prima del quale il soggetto collocatore non possa procedere alla diffusione degli strumenti presso il pubblico⁶⁸. Il Presidente dell'ABI ha invitato per altro a considerare, a questo riguardo, che l'introduzione di vincoli a carico degli intermediari – mantenimento dei titoli nel portafoglio per un certo periodo, divieto di cessione di una certa quota di essi, obbligo di garantire la solvenza dell'emittente – potrebbe gravare in misura rilevante sul costo sopportato dalle imprese per l'emissione dei titoli.

Ulteriori misure di garanzia potrebbero riguardare le pratiche di negoziazione dei titoli e la qualità dell'assistenza e dell'informazione che in queste circostanze dev'essere fornito all'acquirente. Se infatti il passaggio dei titoli dagli investitori istituzionali ai risparmiatori costituisce il momento critico nel quale può esplicarsi il conflitto, nel collocamento di obbligazioni societarie in assenza di un'offerta pubblica di vendita, il presidio per gli investitori è fornito – secondo il Presidente della CONSOB – dall'osservanza delle norme di correttezza e di trasparenza sulla base di idonee regole organizzative e procedurali degli intermediari⁶⁹. Gli interventi in quest'ambito potrebbero riguardare sia la documentazione informativa da sottoporre all'acquirente (contemperando le esigenze di completezza con quelle di chiarezza e semplicità), sia l'organizzazione degli intermediari, laddove le direttive impartite al personale e la determinazione degli obiettivi – ad esempio con «l'eccesso o la stranezza degli incentivi» per determinate operazioni⁷⁰ – possano indurre comportamenti difforni dalle regole di correttezza e dagli obblighi risultanti dal rapporto fiduciario con il cliente.

Il ricorso a strumenti di incentivazione «selvaggia» del personale legati alla vendita di determinati strumenti finanziari è stato stigmatizzato dalle organizzazioni sindacali⁷¹; ma su questo Banca Intesa ha escluso di avere fatto ricorso a sistemi basati su obiettivi incoerenti con i profili di rischio della clientela⁷².

Da parte sua il Presidente di Capitalia, escludendo che gli operatori di *front-office* abbiano mai avuto un obbligo o un interesse a «spingere»

⁶⁷ Audizione del professor Mario Sarcinelli, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25.

⁶⁸ Audizione del professor Renzo Costi, seduta del 9 febbraio 2003, *Resoconto stenografico*, p. 18.

⁶⁹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 46-47.

⁷⁰ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 47.

⁷¹ Audizione dei rappresentanti delle organizzazioni sindacali FABI, FALCRI, FIBACISL, FISAC-CGIL, UGL-CREDITO e UILCA, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 38.

⁷² Audizione di rappresentanti di Banca Intesa SpA, seduta del 20 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 13.

per la vendita di un titolo piuttosto che di un altro, ha rilevato come le valutazioni e gli incentivi al personale siano collegati a parametri generali di redditività e di *stock* per tipologia di servizio e non alla vendita di singoli prodotti, né al collocamento di titoli emessi da emittenti terzi⁷³.

4.5. L'informazione nei riguardi dei risparmiatori

Nell'ultimo decennio, anche in conseguenza della riduzione dei margini d'intermediazione, le banche hanno aumentato la quota dei ricavi derivanti dalla prestazione di servizi finanziari. Ad avviso del Governatore della Banca d'Italia, ciò avrebbe probabilmente richiesto una più alta professionalità soprattutto per la consulenza ai risparmiatori meno esperti⁷⁴. Poiché infatti la banca è per essi il principale interlocutore, spetta a questa fornir loro informazioni chiare e attendibili, in particolare sulla relazione tra rendimento e rischio connesso, nel pieno rispetto della normativa comunitaria in materia di trasparenza, che prevede un'attenta informativa contrattuale e soprattutto precontrattuale⁷⁵.

Uno strumento utile a questo fine è stato individuato nel recepimento della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato⁷⁶.

I rappresentanti dell'ABI hanno segnalato che l'Associazione, atteso che molti risparmiatori non sono interessati ad acquistare un servizio di gestione, preferendo decidere autonomamente i propri investimenti, ha promosso un programma informativo, predisposto a livello di settore e fornito a titolo gratuito, in base al quale le banche possano offrire un elenco di titoli selezionati, aventi caratteristiche idonee al contenimento del rischio d'investimento, prevedendo che, ove questo aumenti, il cliente sia informato mediante apposita comunicazione.

Deve tuttavia aversi consapevolezza del fatto – segnalato dal Presidente della CONSOB sulla base dell'esperienza delle recenti vicende – che «anche il realizzarsi di condizioni di trasparenza non è elemento sufficiente ad impedire situazioni di crisi»⁷⁷. A questo fine è necessario che le informazioni diffuse rappresentino fedelmente la realtà finanziaria e produttiva delle imprese: ciò rinvia al problema dell'organizzazione societaria e dei controlli interni ed esterni sulla gestione e sui bilanci, di cui si tratterà nelle successive sezioni.

⁷³ Audizione del Presidente di Capitalia SpA, seduta del 20 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 59.

⁷⁴ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 24; p. 38.

⁷⁵ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 27.

⁷⁶ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 16; p. 34.

⁷⁷ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 37.

Secondo Assogestioni, che ha insistito sulle regole di comportamento degli operatori, va rafforzato il livello e la frequenza dell'informativa finanziaria che emittenti ed operatori sono tenuti a fornire al mercato, e estesa l'informativa continuativa e periodica al cliente (a prescindere da una sua richiesta), e a tutti gli agenti di uno stesso settore; va messo in luce il dovere di porre la diligenza necessaria ad assicurare la migliore esecuzione nelle attività svolte per conto dei clienti (la cosiddetta *best execution*)⁷⁸.

Da parte loro le banche hanno illustrato alcuni interventi diretti ad evitare il ripetersi di incidenti, come la decisione di non collocare né vendere titoli senza *rating*, né collocare titoli con *rating* sotto l'*investment grade* e sconsigliare l'acquisto ai clienti che ne facessero richiesta⁷⁹, o l'introduzione di sofisticati strumenti di misurazione dei rischi finanziari dei portafogli dei risparmiatori e dei singoli titoli⁸⁰.

4.6. Concentrazione del capitale e «scatole cinesi»

Nel corso dell'indagine è emerso che uno dei problemi strutturali del sistema finanziario italiano è dato dall'elevato livello di concentrazione del capitale delle società quotate nelle mani di un ridotto numero di soggetti, che spesso detengono la maggioranza dei voti esercitabili nelle assemblee ordinarie. In molti casi gli stessi soggetti che controllano le società rivestono anche il ruolo di amministratori esecutivi, riducendo quella dialettica tra proprietà e *management* che viceversa costituisce uno dei punti di forza del modello di *governance* anglosassone.

Come ricordato da Borsa Italiana Spa, tale assetto societario può produrre un sostanziale disequilibrio tra azionisti di controllo e minoranze in termini di rapporto tra capitale investito e potere decisionale, che può portare ad un rischio maggiore di estrarre «benefici privati» dalla gestione della società. Questa situazione è poi accentuata sia per la presenza limitata di investitori istituzionali capaci di esercitare un controllo effettivo sulla gestione societaria, sia per il frequente utilizzo di strumenti (quali i patti di sindacato e le catene societarie) che consentono ad un unico soggetto di controllare una società con un investimento molto inferiore a quello che sarebbe necessario per acquisire la maggioranza del capitale⁸¹.

L'indagine ha affrontato anche la problematica delle cosiddette «scatole cinesi», espressione con cui viene indicato quel fenomeno in virtù del quale l'attivo di una società quotata in borsa è rappresentato prevalentemente dalla partecipazione – perlopiù di controllo – di un'altra società quotata.

⁷⁸ Audizione dei rappresentanti dell'Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 42.

⁷⁹ Audizione dei rappresentanti di Banca Intesa SpA, seduta del 20 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12.

⁸⁰ Audizione dei rappresentanti di Unicredito Italiano SpA, seduta del 20 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 13.

⁸¹ Audizione del Presidente della Borsa Italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, Documento consegnato alle Commissioni, p. 28.

Su questo tema Borsa Italiana Spa ha segnalato di avere allo studio alcune misure volte a scoraggiare la formazione di nuove «scatole cinesi»: strumenti di tipo informativo volti a rendere nota e trasparente la situazione del mercato, aumentando gli obblighi informativi relativi ad operazioni intragruppo; misure sulla *governance* diretti ad incrementare la tutela delle minoranze (in particolare, nel caso di società controllata da un'altra società quotata, la società controllata dovrebbe dotarsi di un comitato di controllo interno composto esclusivamente da amministratori indipendenti); utilizzo delle segmentazioni di mercato al fine di segnalare agli investitori i profili di potenziale criticità che caratterizzano le «scatole cinesi»⁸².

4.7. Prodotti assicurativi e fondi pensione

Si è già ricordato (sopra, sezione 4.1) come da varie parti sia stato espresso l'avviso che una più ampia diffusione del ricorso a strumenti gestiti da investitori istituzionali varrebbe a limitare il danno finanziario prodotto a carico di risparmiatori e piccoli investitori da fenomeni di crisi aziendale che – al di là dell'aspetto patologico costituito dalla frode – rappresentano un fatto difficilmente eliminabile in un sistema economico di mercato.

Questa considerazione sembra trovare conferma, nei casi che hanno dato occasione alla presente indagine, dalla limitata incidenza che questi eventi hanno avuto sulla posizione di soggetti particolarmente qualificati nell'attività d'investimento e sottoposti a vigilanza prudenziale, quali sono le società di assicurazione e i fondi pensione.

Secondo le stime effettuate dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e d'interesse collettivo (ISVAP), le vicende Cirio e Parmalat non hanno apportato alcun *vulnus* ai diritti degli assicurati e dei danneggiati, né è stata minata in conseguenza di esse la solvibilità di alcuna compagnia di assicurazione.

In particolare, per quanto riguarda le emissioni del gruppo Cirio, risulta un'esposizione limitatissima riferibile soltanto a due compagnie, che al 30 giugno 2002 detenevano in portafoglio titoli Cirio destinati a copertura delle riserve tecniche della gestione danni per complessivi 3 milioni di euro. Tali titoli sono stati sostituiti con ulteriori attivi idonei disponibili nel patrimonio. In relazione alla vicenda Parmalat, ventitré società hanno emesso polizze di cauzione per un'esposizione complessiva lorda di 343 milioni di euro. Al netto delle quote cedute in riassicurazione (pari a 115 milioni) e di una garanzia collaterale costituita con polizza di capitalizzazione (30 milioni), l'insolvenza del gruppo potrebbe incidere sul mercato assicurativo per un ammontare massimo di 198 milioni di euro, di cui

⁸² Audizione del Presidente della Borsa Italiana S.p.a, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 39.

144 milioni relativi a pagamenti e rimborsi d'imposte⁸³. Sulle compagnie italiane, secondo quanto riferito dai rappresentanti dell'Associazione nazionale fra le imprese assicuratrici (ANIA), ricade circa il 5 per cento del totale delle esposizioni di imprese assicuratrici europee presso la Parmalat⁸⁴.

Anche rispetto ai fondi pensione, l'impatto dei recenti dissesti di imprese italiane (Cirio e Parmalat) è stato molto limitato e tale da non pregiudicare la tenuta del comparto, né inficiare i risultati positivi delle gestioni finanziarie dei fondi pensione per il 2003⁸⁵.

Secondo i dati indicati dalla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), un solo fondo era in possesso di obbligazioni Cirio, d'importo non trascurabile in termini assoluti ma non superiore allo 0,8 per cento del patrimonio del fondo stesso, mentre, per quanto riguarda i titoli del gruppo Parmalat, su 166 fondi soltanto otto hanno operato nel 2002-2003 investimenti anche solo temporanei su tali strumenti, il cui ammontare - molto inferiore a quanto pure sarebbe stato giustificato dalla presenza del titolo nel MIB30 - alla fine del 2003 risultava di 14 milioni di euro, ripartiti in quote non superiori allo 0,7 per cento del patrimonio dei singoli fondi che li possedevano⁸⁶. Non risulta interessato neppure il fondo del settore alimentare (Alifond), di recente istituzione, che non era in possesso di titoli dei gruppi insolventi⁸⁷. Per altro, un'organizzazione sindacale ha segnalato l'esigenza di approfondimenti in relazione alla riduzione del rendimento lordo di alcuni fondi ritenuta ascrivibile al possesso di obbligazioni della società Cirio⁸⁸.

I problemi che si pongono rispetto agli strumenti finanziari predisposti e diffusi da imprese del settore assicurativo attengono principalmente all'evoluzione in esso recentemente intervenuta, con l'ampliamento del numero e della natura dei prodotti offerti. Si segnala in quest'ambito una commistione fra gli aspetti tradizionali di copertura del rischio ed elementi di carattere finanziario connessi alla correlazione con indici, tali da assimilare questi prodotti a strumenti derivati. Ciò richiede evidentemente garanzie ulteriori rispetto a quelle riferite alla mera stabilità patrimoniale dell'emittente: in particolare, l'accresciuta complessità dei prodotti offerti impone che sia resa al contraente un'adeguata informazione in relazione a

⁸³ Audizione del Presidente dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e d'interesse collettivo (ISVAP), seduta del 30 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 40.

⁸⁴ Audizione dei rappresentanti dell'Associazione nazionale fra le imprese assicuratrici (ANIA), seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 4.

⁸⁵ Audizione del Presidente della Commissione di vigilanza sui fondi pensione, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 68, con riferimento alla documentazione consegnata alle Commissioni (allegato 1, tav. 7).

⁸⁶ Audizione del Presidente della Commissione di vigilanza sui fondi pensione, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 73-74.

⁸⁷ Audizione del Presidente della Commissione di vigilanza sui fondi pensione, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 68-69.

⁸⁸ Audizione dei rappresentanti delle organizzazioni sindacali, seduta del 16 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni dall'UGL, p. 7.

contenuti sensibilmente diversi da quelli dei servizi che questi è solito attendersi dall'impresa assicuratrice.

Prescindendo dal rilievo che questo mutamento può assumere in rapporto alle forme della vigilanza (di cui si tratterà nella successiva sezione 9), giova qui richiamare quanto si è detto dell'anomalia che, nell'evoluzione del contesto economico, sembra rappresentare l'esclusione delle polizze assicurative a contenuto finanziario dagli obblighi informativi previsti per gli strumenti finanziari (sopra, paragrafo 4.3). A questo proposito l'ANIA ha prospettato l'opportunità di distinguere, nell'esercizio dell'attività assicurativa, i prodotti finanziari dai prodotti del ramo danni, retti da norme affatto diverse e rispondenti a diversa finalità. Rispetto ai primi, ha suggerito l'ulteriore distinzione tra prodotti finanziari in cui il rischio è principalmente a carico del risparmiatore e prodotti in cui esso è prevalentemente sopportato dalla compagnia⁸⁹.

Per quanto riguarda i fondi pensione, le esigenze d'informazione non si esauriscono nel momento dell'adesione del lavoratore, ma persistono nell'intera durata dell'iscrizione al fondo. Correttezza di gestione e garanzia di redditività non possono per altro essere garantiti attraverso il solo giudizio degli iscritti e del mercato, ma – ancor più in ragione della finalità sociale e dell'orizzonte temporale di lungo periodo che connota queste prestazioni – debbono essere garantiti da regole e controlli esercitati dalla pubblica autorità. Ad essa primariamente appartiene quindi la prevenzione e la vigilanza sui conflitti d'interessi e sugli sviamenti che potrebbero essere particolarmente nocivi in questo settore.

Il Presidente della COVIP ha ricordato che la normativa vigente, sulla base del decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, impone principi di sana e prudente gestione, che si concretano, fra l'altro, in obblighi di diversificazione e nell'imposizione di limiti quantitativi all'investimento in titoli emessi dalle imprese che rivestano il concorrente ruolo di datori di lavoro. Le convenzioni di gestione sono predisposte su schemi definiti dalla COVIP. I mandati di gestione limitano o escludono l'investimento in titoli di imprese che non siano dotate di *rating* elevato⁹⁰.

Per quanto in particolare attiene all'eventualità di conflitti d'interessi, deve rilevarsi come, diversamente dagli Stati Uniti, ove sono diffusi i fondi previdenziali aziendali precostituiti dai datori di lavoro, la scelta largamente prevalente in Italia nel senso d'istituire fondi pensionistici di ca-

⁸⁹ Audizione dei rappresentanti dell'ANIA, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 11-12; pp. 24-26.

⁹⁰ Audizione del Presidente della Commissione di vigilanza sui fondi pensione, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 69-71. Sulla composizione degli investimenti dei fondi pensionistici si veda l'allegato 2 nella documentazione consegnata alle Commissioni.

tegoria, cosiddetti negoziali, ponga la previdenza complementare tendenzialmente al riparo da condizionamenti di parte aziendale⁹¹.

Lo stesso Presidente della COVIP ha ricordato inoltre che la Commissione è intervenuta per valorizzare in rapporto a questi aspetti il ruolo del responsabile del fondo, prevedendo in particolare che ogni modifica al regolamento della società di gestione sia accompagnata da una relazione in cui il responsabile stesso valuta la modifica dallo specifico punto di vista dell'interesse degli iscritti. È inoltre in avanzata fase di elaborazione il regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze che, d'intesa con la COVIP, disciplina le regole in materia di conflitti di interessi per i cosiddetti fondi pensione preesistenti⁹².

PARTE II

Controlli interni ed esterni sulla gestione delle società

5. Il governo societario

Il secondo principale oggetto dell'indagine consiste nella verifica del funzionamento e del grado d'idoneità dell'attuale sistema di controlli societari, interni ed esterni, rispetto al fine di assicurare la trasparenza della gestione finanziaria, di garantire la tutela dei diversi soggetti coinvolti e di evitare conflitti d'interessi.

Nel sistema delineato dal codice civile e, per le società quotate in mercati regolamentati, dalle norme contenute nel TUF, un ruolo fondamentale per la vigilanza sul rispetto degli obblighi di legge, dei principi di corretta amministrazione e dell'adeguatezza del sistema amministrativo e contabile delle società, anche rispetto al suo concreto funzionamento, è attribuito agli organi di controllo interno (collegio sindacale e organi corrispondenti nei sistemi alternativi previsti a seguito della recente riforma del diritto societario), che – per la loro posizione – possono cogliere tempestivamente e segnalare disfunzioni e comportamenti scorretti degli amministratori⁹³. La centralità dei controlli endosocietari è confermata anche dall'articolo 6 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, che consente d'imputare alla società i reati commessi dagli amministratori qualora non siano state costituite idonee strutture interne di controllo⁹⁴.

L'adempimento degli obblighi di legge da parte di questi organi e dei soggetti responsabili della revisione contabile costituisce – secondo quanto

⁹¹ Audizione del Presidente della COVIP, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 68.

⁹² Audizione del Presidente della COVIP, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 71.

⁹³ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 17-18; pp. 31-32.

⁹⁴ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 23.

rilevato dal Presidente della CONSOB – il presupposto per l'intervento delle autorità di vigilanza, la cui tempestività ed efficacia può altrimenti risultare compromessa⁹⁵.

I dati forniti dal Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti sulla base di uno studio del luglio 2003 dimostrano il ruolo positivo del collegio sindacale nel prevenire ed evitare le crisi d'impresa, che risultano meno frequenti nell'ambito delle società provviste di tale organo⁹⁶. Sarebbe quindi impropria una generalizzata svalutazione dell'efficacia dei presidi interni posti dal vigente ordinamento a garanzia della legalità nell'operare delle società commerciali.

È stato tuttavia generalmente riconosciuto come, nelle recenti vicende che hanno dato origine all'indagine svolta dalle Commissioni, i sistemi di controllo interni (collegio sindacale) ed esterni (società di revisione) abbiano dimostrato gravi carenze. La vulnerabilità di questi controlli in presenza di comportamenti fraudolenti gravi ed estesi non rappresenta d'altronde un fenomeno esclusivamente italiano, come è risultato evidente da casi analoghi verificatisi in Europa e negli Stati Uniti⁹⁷. Le conseguenze sono assai gravi, poiché la tutela del risparmio raccolto dalle imprese è affidata da un lato al corretto ed efficiente funzionamento dei mercati finanziari, dall'altro alla trasparenza dei conti delle società, garantita dai controlli interni sulla gestione e dalla sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria⁹⁸.

Vengono dunque primariamente in rilievo nell'ambito delle questioni qui trattate la composizione, le funzioni, i poteri e le relazioni fra gli organi d'amministrazione e di controllo delle società, nonché, nella struttura dei gruppi – in ragione delle patologie che vi si possono occultare –, la regolazione di talune situazioni critiche inerenti ai rapporti con parti correlate e all'esistenza di società controllate, collegate o sottoposte a comune controllo stabilite in paesi esteri connotati da un regime fiscale o societario di particolare favore o poco atto a fornire le necessarie garanzie di trasparenza (cosiddetti paradisi fiscali o legali).

Riforme rilevanti, come è noto, sono intervenute recentemente nella materia sulla base della delega legislativa contenuta nella legge 3 ottobre 2001, n. 366. In particolare, con il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, successivamente integrato dal decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37, è stata innovata la disciplina delle società di capitali con significative modificazioni rispetto alla composizione, alle competenze e ai poteri degli

⁹⁵ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 45-46; audizione del professor Francesco Capriglione, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 36.

⁹⁶ Audizione del Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, seduta del 10 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 133-134; i dati percentuali sono contenuti, in dettaglio, a p. 6 del documento consegnato alle Commissioni.

⁹⁷ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 27.

⁹⁸ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 23; pp. 26-27.

organi e l'introduzione di nuovi modelli strutturali per le società per azioni. La disciplina di queste formule alternative, non ancora sperimentate nel loro effettivo funzionamento, ha inteso per altro assicurare – come rilevato dal sottosegretario di Stato per la giustizia Michele Vietti – una piena equivalenza rispetto al sistema dei controlli previsto dal modello tradizionale della società fornita di collegio sindacale⁹⁹. Il sottosegretario Vietti ha prospettato la possibilità di ulteriori interventi che, sulla base dell'esperienza applicativa e di quanto emerso a seguito delle vicende considerate nell'indagine, potrebbero adottarsi nell'anno in corso sulla base della delega legislativa ancora esercitabile per gli aspetti relativi alla disciplina societaria¹⁰⁰.

5.1. Gli organi interni di amministrazione e controllo

Il primo e fondamentale presupposto per la trasparenza nei riguardi del mercato e la tempestività d'informazione e intervento dell'autorità di vigilanza è stato individuato nella presenza di organi di controllo indipendenti all'interno delle imprese¹⁰¹.

A questo riguardo, sono state specificamente segnalate alcune cause di conflitto di interessi riferite rispettivamente:

- 1) all'attività dei soci di controllo che rivestano anche la qualità di amministratori delegati, specialmente laddove essi risultino interessati in operazioni con parti correlate;
- 2) alla scelta dei sindaci da parte del medesimo socio di controllo che nomina gli amministratori;
- 3) alla posizione dei revisori, scelti dal socio di controllo o interessati a rapporti di consulenza (di questi si tratterà nella successiva sezione 6).

5.1.1. Il consiglio di amministrazione

La gestione delle società spetta istituzionalmente agli amministratori, che dispongono dei poteri necessari e soggiacciono alle conseguenti responsabilità. Il primo ambito nel quale possono dunque manifestarsi problemi e debbono apprestarsi conseguenti garanzie è pertanto quello della loro scelta, che – fermi restando l'autonomia dell'impresa e il principio maggioritario che presiede alle decisioni assembleari – deve fornire sufficienti garanzie anche a quanti, partecipando con il loro capitale di rischio, ancorché in posizione minoritaria, debbono godere di tutele adeguate, ragionevolmente commisurate all'esigenza di non fornire pretesto per l'esercizio pretestuoso di poteri d'interdizione pregiudizievoli al perseguimento degli obiettivi sociali.

⁹⁹ Audizione del sottosegretario di Stato per la giustizia Michele Vietti, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 65.

¹⁰⁰ Audizione del sottosegretario di Stato per la giustizia Michele Vietti, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 81.

¹⁰¹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10.

Secondo i rappresentanti della Confindustria, la recente riforma del libro V del codice civile ha delineato rispetto alla responsabilità degli amministratori e alla trasparenza della loro gestione un sistema di regole completo e avanzato che, al momento, non abbisogna di interventi di modifica normativa, mentre appaiono necessarie incisive riforme sui controlli interni e sui poteri dei sindaci¹⁰².

Alcuni interventi proposti da questa Confederazione in materia di governo societario riguardano il Codice di autodisciplina redatto dal Comitato per la *corporate governance* delle società quotate (il cosiddetto «Codice Preda»)¹⁰³. La Confindustria ritiene infatti opportuno valorizzare il principio di autoregolazione delle imprese, rafforzando tuttavia i meccanismi di controllo, la trasparenza e l'informazione al mercato, l'efficacia suasoria per la diffusione delle forme organizzative e delle procedure raccomandate, nonché gli strumenti volti a far emergere tempestivamente le irregolarità.

Il caso Parmalat ha infatti evidenziato l'elusione sostanziale delle regole contenute in tale codice. Nonostante la dichiarata adesione ad esso, la società risultava gravemente inadempiente rispetto alla composizione e al funzionamento del consiglio d'amministrazione e del sistema dei controlli interni: nell'organo amministrativo di Parmalat Finanziaria erano presenti ben otto dipendenti della società, mentre i componenti definiti indipendenti e presenti anche nel comitato per il controllo interno mancavano in realtà di tale requisito in quanto legati alla società.

Ulteriori e più adeguati meccanismi informativi da parte delle imprese circa l'attuazione delle regole di autodisciplina dovrebbero consentire agli investitori di valutare l'effettiva adesione della società ai principi ivi posti. A questo fine, secondo la Confindustria gioverebbe anche attribuire agli organi di controllo interni o, eventualmente, a soggetti esterni qualificati il compito di verificare le modalità di attuazione di tali regole e la sostanziale veridicità della relazione sulla *corporate governance*¹⁰⁴.

La previsione normativa di una relazione sulla struttura interna e sulla sua adeguatezza è stata richiesta anche dall'Associazione italiana dei revisori contabili (Assirevi)¹⁰⁵.

¹⁰² Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 9-10 e pp. 11-13.

¹⁰³ Il Codice di autodisciplina delle società quotate è stato adottato nell'ottobre 1999 su iniziativa della Borsa italiana SpA. Una nuova edizione aggiornata è stata pubblicata nel luglio 2002 ed è rinvenibile nel sito internet di questa, all'indirizzo: www.borsaitalia.it, nella sezione: Regolamenti e istruzioni, alla voce: *Corporate governance*.

¹⁰⁴ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 17-18; la predisposizione e la diffusione della relazione sulla *corporate governance* sono disciplinate nella sezione IA. 2. 13 delle Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana SpA. Sull'applicazione del Codice si veda l'audizione dei rappresentanti di Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 35.

¹⁰⁵ Audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana dei revisori contabili (Assirevi), seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 13; in favore di maggiori forme di pubblicità anche il professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2003, *Resoconto stenografico*, p. 52.

Anche secondo i rappresentanti dell'Assonime, la diffusione di informazioni su elementi selezionati che consentano di verificare gli effettivi comportamenti delle società aderenti al Codice di autodisciplina - i cui principi risultano per altro applicati oramai dalla quasi totalità delle società quotate - assumerebbe una funzione di stimolo¹⁰⁶. A tal fine, l'Assonime, in collaborazione con le emittenti di titoli e le maggiori società quotate, ha preparato una guida alla redazione della relazione sulla *corporate governance* prevista dal Codice. I rappresentanti di Borsa italiana SpA hanno invitato a valutare la possibilità di trasporre a livello legislativo o regolamentare talune previsioni del medesimo Codice - segnatamente quelle riguardanti il numero degli amministratori indipendenti e il comitato di controllo interno - come requisiti per l'ammissione o la permanenza nella quotazione, prevedendo obblighi d'informazione al pubblico e poteri di verifica, ad esempio da parte del collegio sindacale¹⁰⁷. Per rafforzare l'affidabilità dell'informazione è stata prospettata l'ipotesi di sanzionare l'inadempimento degli impegni assunti in via di autoregolamentazione e resi noti al mercato¹⁰⁸. La previsione di requisiti più stringenti in materia di governo societario potrebbe essere estesa, in generale, alle società che si finanzino in misura significativa sul mercato¹⁰⁹.

Nel medesimo ambito, per quanto riguarda l'assetto degli organi di gestione, i rappresentanti dell'ABI hanno segnalato l'opportunità d'integrare il Codice di autodisciplina mediante il divieto di cumulare nella stessa persona la carica di amministratore delegato e di presidente della società¹¹⁰.

Sul piano legislativo, invece, tra le possibili iniziative utili per meglio regolare la materia sono state indicate, in generale, quelle contenute nella relazione della commissione Galgano¹¹¹ e le misure adottate negli Stati Uniti con il *Sarbanes-Oxley Act*¹¹².

Più specificamente, rispetto alla composizione dell'organo di amministrazione si è proposto di rendere obbligatoria la presenza di membri in-

¹⁰⁶ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 9.

¹⁰⁷ Audizione dei rappresentanti di Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 36.

¹⁰⁸ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2003, *Resoconto stenografico*, p. 52.

¹⁰⁹ Audizione dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 9.

¹¹⁰ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 28.

¹¹¹ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 34. La Commissione ministeriale di studio sulla trasparenza delle società quotate, istituita con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 9 aprile 2002, ha presentato il 27 settembre 2002 la relazione finale sulla propria attività, che è pubblicata nel sito *internet* del Ministero dell'economia e delle finanze (www.tesoro.it/DOCUMENTAZIONE/Commissione_studio_trasp_soc_quotate.pdf).

¹¹² Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 51; p. 53. Il *Sarbanes-Oxley Act* è stato approvato dal Congresso degli Stati Uniti d'America il 30 luglio 2002.

dipendenti¹¹³, definendo in modo più stringente la nozione d'indipendenza e affidando ai presidenti delle società quotate un ruolo di garanzia e non di gestione¹¹⁴. La presenza di amministratori indipendenti è stata giudicata favorevolmente come fattore di trasparenza atto ad agevolare anche lo svolgimento della revisione contabile¹¹⁵.

È stato infine segnalato il persistente, ma forse inevitabile squilibrio tra gli amministratori forniti di deleghe – e pertanto operanti con continuità nella gestione dell'impresa – e gli altri componenti del consiglio, formalmente chiamati a concorrere all'amministrazione ma in posizione sostanzialmente ben diversa dai primi¹¹⁶.

Può ricordarsi a parte il fattore di possibile sviamento dei fini della gestione, riguardante specificamente i dirigenti aziendali, costituito dalle forme d'incentivazione o compenso rappresentate dalle opzioni su strumenti azionari della società (*stock options*), che inoltre – pur non comportando l'iscrizione di una passività nel bilancio, come si richiederebbe per l'erogazione di compensi in denaro – riducono comunque il valore delle quote degli altri soci. A questo riguardo è stata prospettata la possibilità di adottare una disciplina legislativa che ne limiti l'esercizio o comunque renda obbligatoria la comunicazione della loro entità nelle informative dirette al pubblico¹¹⁷, ovvero l'introduzione dell'obbligo di mantenere le quote azionarie per un determinato periodo¹¹⁸.

5.1.2. I sistemi di controllo interno e il collegio sindacale

Un elemento fondamentale nella struttura dei controlli societari è costituito dal collegio sindacale (o dal corrispondente organo nei nuovi modelli societari di recente introduzione). Anche in quest'ambito – limitatamente alle società non quotate, per le quotate vigendo il diverso regime previsto dal TUF – le recenti modificazioni recate al codice civile hanno inciso in maniera cospicua.

Dal sistema di controllo interno ha preso avvio l'analisi elaborata dai rappresentanti della Confindustria, secondo cui tale funzione dovrebbe essere a sua volta sottoposta ad un controllo di qualità da parte di un sog-

¹¹³ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 54; si veda anche l'audizione dei rappresentanti dei consumatori, seduta del 30 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12.

¹¹⁴ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2003, *Resoconto stenografico*, p. 52.

¹¹⁵ Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 8.

¹¹⁶ Audizione del professor Sabino Cassese, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 3; il problema è stato segnalato anche dal professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 62.

¹¹⁷ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 90.

¹¹⁸ Audizione dell'avvocato Francesco Gatti, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 85-86.

getto esterno qualificato, ad esempio un revisore (ovviamente diverso da quello incaricato della revisione dei bilanci). Dovrebbe rendersi nota l'identità dei soggetti responsabili del controllo interno e della certificazione delle attività svolte, e nel bilancio dovrebbe essere separatamente dato conto del sistema di controllo interno, della sua articolazione e soprattutto del suo concreto funzionamento, con indicazione degli interventi svolti dal collegio sindacale e dal comitato per il controllo interno nonché degli esiti del controllo di qualità operato dal soggetto esterno.

Ai sindaci potrebbe essere attribuito il potere di chiedere direttamente a terzi, senza il necessario tramite della società, informazioni su operazioni compiute dagli amministratori. Sarebbe infine opportuno diffondere modelli di organizzazione, gestione e controllo conformi ai requisiti previsti dagli articoli 6 e 7 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231¹¹⁹.

Nel corso dell'indagine sono state anche formulate ipotesi volte a meglio garantire l'indipendenza degli organi interni di controllo attraverso una più stretta disciplina delle incompatibilità, il rafforzamento degli obblighi di segnalazione delle irregolarità alla CONSOB e delle relative sanzioni, nonché la presenza di almeno un rappresentante delle minoranze nel collegio sindacale o corrispondente organo di controllo interno¹²⁰. Un passo ulteriore a quest'ultimo riguardo sarebbe rappresentato dall'attribuzione della presidenza del collegio al componente di minoranza¹²¹.

Nel caso della Parmalat, sul piano statutario, l'elevato *quorum* del 3 per cento del capitale sociale, previsto dallo statuto della società per l'elezione dei sindaci, ad avviso dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari avrebbe difficilmente consentito l'accesso di candidati di minoranza al collegio; un ulteriore elemento di opacità era costituito dalla mancanza della prescrizione di pubblicare i *curricula* dei candidati in tempo utile per l'assemblea¹²².

Le organizzazioni sindacali hanno richiamato la proposta di favorire la partecipazione dei lavoratori agli organi di controllo, che - in particolare per il settore bancario - sarebbe a loro avviso idonea ad instaurare più profonde forme di responsabilità sociale dell'impresa¹²³.

¹¹⁹ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 15-16.

¹²⁰ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 54-55.

¹²¹ Audizione dei rappresentanti dell'Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 96.

¹²² Audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 7-8. Analoga osservazione, con riferimento a specifiche circostanze di fatto, è stata formulata dai rappresentanti dell'Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, pp. 110-111.

¹²³ Audizione dei rappresentanti delle organizzazioni sindacali, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25 (CGIL); p. 28 (CISL); p. 30 (UIL); documento consegnato alle Commissioni dall'UGL, p. 7; con riferimento alla partecipazione azionaria, si veda il documento consegnato alle Commissioni dalla FABI, p. 4.

Dettagliate proposte riguardanti la composizione e la disciplina dei collegi sindacali sono giunte dai rappresentanti del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti¹²⁴:

- a) introduzione del controllo di qualità sull'operato dei sindaci;
- b) scelta del presidente del collegio, da parte delle società quotate e di quelle che fanno comunque ricorso all'emissione di titoli, in una terna di professionisti di provata esperienza e professionalità, predisposta dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti (in coerenza con iniziative che prevedono di attribuire allo stesso Consiglio nazionale la gestione del registro dei revisori contabili); designazione di un altro sindaco da parte dei rappresentanti degli obbligazionisti o dai titolari di strumenti finanziari emessi;
- c) per le sole società quotate, divieto di svolgimento di qualsiasi attività di consulenza, diretta o indiretta, da parte dei membri del collegio sindacale nelle società sottoposte a controllo;
- d) limitazione del numero degli incarichi, anche nelle società non quotate;
- e) formazione professionale continua, mediante l'obbligatoria acquisizione di un determinato numero di crediti formativi in materia di revisione contabile;
- f) prescrizione di un sistema di controllo interno che cooperi con il collegio sindacale, per le società quotate, per quelle ad azionariato diffuso, nonché per le società eccedenti determinate soglie di fatturato e patrimonio netto, per quelle rilevanti sotto il profilo economico e sociale e comunque per quelle che emettono strumenti finanziari.

È stato da altre parti suggerito di sottoporre la struttura di controllo interno alla direzione dei sindaci – anche con previsione di un obbligo di relazione sull'attività da questa svolta¹²⁵ – contestualmente alla restituzione ad essi delle competenze contabili venute meno con la recente riforma e all'assegnazione del potere di nominare la società di revisione: una volta forniti di effettivi poteri e strumenti, i sindaci potrebbero venire forniti delle corrispondenti responsabilità rafforzate da idonee sanzioni¹²⁶. Si è anche proposto di rendere obbligatoria la previsione statutaria di un comitato di controllo interno e di vietare ai membri dei collegi sindacali lo svolgimento di attività di consulenza in favore della società o di altri soggetti del medesimo gruppo¹²⁷.

Per favorire l'indipendenza e l'impegno professionale dei componenti dei collegi sindacali è stato suggerito altresì di adeguare la misura della

¹²⁴ Audizione del Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, seduta del 10 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 134-135.

¹²⁵ Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 13.

¹²⁶ Audizione del professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 62.

¹²⁷ Audizione dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10.

loro remunerazione, la cui determinazione è attualmente rimessa allo statuto o alla deliberazione dell'assemblea¹²⁸.

La natura dei problemi segnalati suggerisce d'altronde l'opportunità di concordare soluzioni a livello internazionale in vista di una graduale convergenza dei sistemi di regolazione e di controllo, che semplificherebbe gli adempimenti per le imprese, sempre più largamente operanti nei mercati internazionali, e renderebbe più arduo l'aggiramento e l'elusione dei controlli¹²⁹.

5.2. Tutela delle minoranze

Alcuni degli elementi che attengono alla tutela delle minoranze sono già stati anticipati nei precedenti paragrafi, in quanto più ampiamente riferibili alla determinazione delle caratteristiche d'indipendenza dei membri degli organi societari poste a presidio del loro corretto funzionamento e dell'osservanza delle norme di legge e di statuto nella gestione dell'impresa.

Si può richiamare qui, oltre ai requisiti indicati per i membri del collegio sindacale dall'articolo 2399 del codice civile, definiti requisiti d'indipendenza nella disciplina delle società a sistema monistico di cui all'articolo 2409-*septiesdecies* del medesimo codice, la nozione di amministratore indipendente contenuta nel già citato Codice di autodisciplina. Esso definisce tali i soggetti che non intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, né hanno di recente intrattenuto relazioni economiche con la società, con le sue controllate, con gli amministratori esecutivi, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano la società, di rilevanza tale da condizionarne l'autonomia di giudizio; non sono titolari, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, di partecipazioni azionarie di entità tale da permettere loro di esercitare il controllo o un'influenza notevole sulla società, né partecipano a patti parasociali per il controllo della società stessa; non sono stretti familiari di amministratori esecutivi della società o di soggetti che si trovino nelle situazioni sopra descritte.

In aggiunta a quanto già esposto, si possono richiamare le proposte volte a ridurre il limite percentuale richiesto per il promovimento delle azioni di responsabilità¹³⁰ o ad agevolare la partecipazione degli investitori istituzionali alla vita societaria¹³¹: a questo riguardo, l'Assogestioni ha segnalato l'elevatezza dei *quorum* previsti per la presentazione delle li-

¹²⁸ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 24.

¹²⁹ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 10.

¹³⁰ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 59.

¹³¹ Audizione dei rappresentanti dell'Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 95.

ste per l'elezione dei membri degli organi, che precludono la stessa possibilità di concorrervi¹³².

5.3. Disciplina dei gruppi e rapporti con parti correlate

La disciplina dei gruppi d'impresa trova fondamento nella definizione di società controllata e società collegata, enunziata nell'articolo 2359 del codice civile, e nelle norme in materia di direzione e coordinamento di società di cui al libro V, titolo V, capo IX, del medesimo codice, nelle nozioni di gruppo bancario e di vigilanza consolidata di cui al titolo III, capo II, del testo unico bancario, e nelle corrispondenti disposizioni di cui agli articoli 11 e 12 del TUF.

Tra le innovazioni operate dalla recente riforma del diritto societario è stata segnalata come strumento particolarmente significativo la disciplina della responsabilità della società controllante nei confronti dei soci e dei creditori della società controllata, introdotta nell'articolo 2497 del codice civile¹³³.

Nel quadro delle relazioni interne ai gruppi d'impresa, l'esistenza di rapporti aventi contenuto non solo industriale e commerciale, ma anche finanziario non può ovviamente riguardarsi come fenomeno patologico, ma al contrario – nella complementarità degli scopi e delle forme organizzative che contraddistinguono le varie entità collegate – costituisce la ragione stessa dello sviluppo di un'articolazione sinergica fra diversi soggetti.

L'esperienza ha tuttavia dimostrato come una tale rete di rapporti con società controllate o collegate, che assume notevole complessità e può divenire talvolta difficilmente ricostruibile, offra spazio all'abuso laddove sussista una dolosa volontà di occultare situazioni negative o comunque comportamenti irregolari da parte dei soggetti che ne hanno il controllo. Questa situazione agevola altresì il compimento di operazioni in conflitto d'interesse fra imprese sottoposte a comune controllo da parte dei soggetti controllanti, secondo un meccanismo efficacemente descritto dal Presidente della CONSOB. Poiché infatti «l'incentivo all'appropriazione dei cosiddetti benefici privati da parte dell'azionista di controllo (ma anche dei *manager* delle *public companies*, come insegna la vicenda Enron) è da ritenersi ineliminabile», operazioni con parti correlate creano, in quest'ambito, possibilità di guadagni personali superiori alle perdite che il soggetto subisce dalla riduzione di valore inflitta alla società¹³⁴.

¹³² Audizione dei rappresentanti dell'Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 96.

¹³³ Audizione del sottosegretario di Stato per la giustizia Michele Vietti, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 67.

¹³⁴ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10; audizione dei rappresentanti di Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 39-40.

I rimedi individuati a questo proposito risiedono nel rafforzamento degli obblighi di trasparenza, attraverso l'integrale attuazione delle regole che presiedono alla redazione e pubblicazione dei bilanci consolidati, e nell'osservanza delle norme che impongono la comunicazione dei conflitti d'interessi, il deferimento all'organo collegiale e l'adeguata motivazione dell'operazione da parte del Consiglio d'amministrazione attraverso la puntuale indicazione di elementi oggettivamente valutabili¹³⁵. Di queste operazioni dovrebbe essere dato conto in apposita relazione dei sindaci¹³⁶.

5.4. Insediamento nei cosiddetti paradisi fiscali o legali

Benché lo stabilimento di società collegate nel territorio di Stati esteri nei quali vigano più favorevoli norme fiscali o di diritto societario sia pratica diffusa presso gli operatori economici italiani e stranieri, e non costituisca di per sé sola elemento idoneo a far presumere l'esistenza di condotte irregolari o situazioni di crisi nella gestione dei gruppi industriali che vi ricorrono, non è dubbio che possa costituire lo strumento per eludere le norme che disciplinano l'attività dei gruppi industriali e le regole di trasparenza poste a garanzia degli investitori e del corretto funzionamento dei mercati finanziari. È pertanto legittimo e opportuno ricercare nell'ordinamento interno soluzioni atte a contrastare i possibili abusi, in limiti non incompatibili con l'attuale disciplina dei rapporti internazionali e con le esigenze della competitività delle imprese italiane nell'economia globale.

Si è rilevata per altro l'opportunità di operare contestualmente sul piano sovranazionale e internazionale per promuovere la convergenza su requisiti minimi inderogabili, l'adozione di regole comuni e l'elaborazione di intese operative fra le pubbliche autorità competenti nella materia. La collaborazione nelle sedi internazionali appare necessaria per affrontare il problema concernente i controlli sulle società collegate a soggetti aventi sede all'estero, anche ad evitare che soluzioni meramente interne risultino inefficaci o determinino svantaggi competitivi a carico delle imprese nazionali¹³⁷. Una disciplina a livello europeo potrebbe altresì prevedere principi, strumenti ed eventualmente – in progresso di tempo – soggetti comuni per le verifiche su società aventi rilevante parte delle loro attività finanziarie in paradisi fiscali¹³⁸.

Gli interventi immediatamente praticabili sul piano della collaborazione internazionale sono, in particolare, il rafforzamento della coopera-

¹³⁵ Audizione del professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 78-79.

¹³⁶ Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 13.

¹³⁷ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 52; audizione del Ministro delle politiche comunitarie, seduta del 12 febbraio 2004, p. 62.

¹³⁸ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 90.

zione tra autorità di vigilanza e l'adozione dei principi elaborati dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) in materia di analisti finanziari e agenzie di *rating*¹³⁹.

Misure più specifiche sono state indicate al livello dell'ordinamento nazionale in relazione alle società stabilite all'estero.

Vengono primariamente in rilievo a questo riguardo i cosiddetti paradisi legali, verso cui si rivolgono operazioni le quali – come spiegato dal Ministro dell'economia e delle finanze – «vedono il risparmio fiscale e l'arbitraggio fiscale solo come un *posterius* o un derivato, in disegni che sono mirati (...) alla fuoriuscita dalla legalità o all'ingresso in forme di legalità apparente o tenue»¹⁴⁰.

Un problema preliminare è rappresentato dalla precisa definizione della nozione di paradiso legale. Per l'affine ma non necessariamente né esclusivamente identica nozione di paradiso fiscale soccorrono le indicazioni dell'articolo 167 (ex articolo 127-*bis*) del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, secondo cui lo Stato o territorio con regime fiscale privilegiato è connotato da un livello di tassazione sensibilmente inferiore a quello applicato in Italia, dalla mancanza di un adeguato scambio d'informazioni ovvero da altri criteri equivalenti, rinviandone l'individuazione concreta a decreti del Ministro delle finanze¹⁴¹.

Il Ministro dell'economia e delle finanze ha prospettato la possibilità di «applicare la tecnica del *lifting of the corporation veil* alle società incorporate in paesi catalogati nelle cosiddette *black list*» (ossia di considerare come nazionale, ai fini del diritto interno, la società straniera avente sede in un paradiso legale, quando essa, direttamente o indirettamente, sia di pertinenza italiana)¹⁴².

Il disegno di legge Atto Camera n. 4705, all'articolo 39, specifica la soluzione proposta dal Governo, che, nel caso di società aventi sede in uno degli Stati individuati ai sensi del citato articolo del testo unico delle imposte sui redditi, controllate da società italiane o a queste collegate o comunque appartenenti a gruppi con operatività prevalente o rilevante in Italia o che qui raccolgano risparmio, prevede:

¹³⁹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 52; i principi richiamati sono contenuti in IOSCO *Public Document* n. 150 e n. 151 del settembre 2003.

¹⁴⁰ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 17.

¹⁴¹ La disposizione è stata introdotta dall'articolo 1, comma 1, lettera *a*), della legge 21 novembre 2000, n. 342. Nel corso dell'esame parlamentare la Camera dei deputati, nella seduta del 4 ottobre 2000, approvò l'ordine del giorno Pace ed altri n. 9/7184/1, che impegnava il Governo «in sede di prima applicazione della nuova disciplina a definire in via transitoria, quale livello di tassazione sensibilmente inferiore, quello che in media si discosti di almeno il 30 per cento dal livello di tassazione medio applicato in Italia». Ad una prima individuazione degli Stati o territori a regime fiscale privilegiato si è provveduto con il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 21 novembre 2001 (pubblicato nella *Gazzetta ufficiale* n. 273 del 23 novembre 2001).

¹⁴² Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 17.

a) l'obbligo di allegare al bilancio della società italiana quello della società estera, redatto secondo i principi e le regole previste dall'ordinamento italiano;

b) la sottoscrizione del bilancio della società estera da parte degli organi d'amministrazione e controllo della società italiana e la certificazione da parte della società di revisione della società italiana o, se non nominata, da parte di altra società di revisione;

c) l'obbligo di relazione dell'organo d'amministrazione, sottoscritta dall'organo di controllo e allegata al bilancio della società italiana, sui rapporti intercorrenti fra questa e la società estera;

d) il controllo del bilancio della società estera controllata da società italiana con titoli quotati o diffusi tra il pubblico in misura rilevante, o a questa collegata, da parte dell'autorità pubblica di vigilanza, cui sono anche conferiti poteri informativi, ispettivi e regolamentari;

e) l'estensione delle responsabilità civili, penali e amministrative al bilancio della società estera.

Misure in parte analoghe sono state prospettate anche da altri soggetti ascoltati dalle Commissioni durante l'indagine. Il Governatore della Banca d'Italia ha segnalato l'importanza cruciale del rispetto della normativa sui bilanci consolidati da parte dei gruppi con estesa articolazione estera, i cui rapporti con società collegate aventi sede all'estero potrebbero essere condizionati a puntuali obblighi d'informazione circa «la natura, le finalità e le conseguenze» di tali insediamenti¹⁴³. L'autorità di vigilanza dovrebbe essere dotata di poteri e mezzi idonei per compiere accertamenti presso la *holding* nazionale relativamente alla documentazione posta a base dei bilanci consolidati, in mancanza dei quali potrebbe essere vietato il ricorso al mercato finanziario¹⁴⁴. Il Governatore ha segnalato come l'applicazione degli accordi di Basilea 2 sui requisiti patrimoniali delle banche, che richiederanno a tutte le imprese bilanci trasparenti e completi, comprensivi anche delle attività estere, possa riuscire fruttuosa a questo riguardo¹⁴⁵.

La diffusione di documenti contabili redatti secondo principi uniformi è stata richiesta anche dalla Confindustria, che ha segnalato anche l'importanza di uno specifico presidio della funzione di controllo interno sull'attività svolta da società finanziarie del gruppo operanti all'estero, nonché sui rapporti tra parti correlate, soprattutto quando siano presenti «società-veicolo» straniere¹⁴⁶. I rappresentanti dell'ABI hanno suggerito al medesimo fine di imporre ai certificatori l'obbligo di chiedere direttamente alle controllate estere le informazioni necessarie sulle operazioni si-

¹⁴³ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25.

¹⁴⁴ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 58.

¹⁴⁵ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 76.

¹⁴⁶ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 15.

gnificative poste in essere¹⁴⁷. In rapporto al previsto obbligo di predisporre i bilanci delle controllate estere secondo i criteri previsti dall'ordinamento italiano si è rilevato che la verifica puntuale dell'osservanza di queste prescrizioni esigerà un notevole impegno da parte delle autorità pubbliche di controllo¹⁴⁸.

Più dubbia – secondo la posizione espressa dal Presidente della CONSOB in risposta ad una sollecitazione rivoltagli dall'on. Pinza – risulterebbe la legittimità e l'effettiva praticabilità di iniziative intese a restringere la possibilità di quotazione in borsa o di certificazione del bilancio nei riguardi di società operanti in paradisi fiscali¹⁴⁹.

6. Le società di revisione

Problemi non minori rispetto a quelli attinenti al funzionamento degli organi di controllo endosocietari sono emersi nei recenti casi di dissesto considerati durante l'indagine conoscitiva anche in relazione all'attività esercitata dalle società di revisione contabile, sulla cui condotta – secondo quanto comunicato dal Presidente della CONSOB, sono infatti in corso accertamenti¹⁵⁰.

L'attività di revisione – secondo quanto rappresentato dall'associazione di categoria – consiste in un controllo successivo, di tipo contabile, avente ad oggetto le informazioni consuntive sulle operazioni poste in essere dalla società in un periodo precedente. Essa, pur non comportando un giudizio sulla qualità dell'amministrazione, implica una valutazione sull'idoneità dell'organizzazione e sull'affidabilità dei sistemi interni di controllo: poiché infatti la possibilità di riconoscere le irregolarità contabili dipende, oltre che dalla capacità del revisore e dal grado di complessità della gestione, dal funzionamento di tali sistemi di controllo, qualora se ne rilevi l'insufficienza occorrerà un proporzionale approfondimento delle verifiche. Qualora anche attraverso questo risulti impossibile formulare un giudizio fondato sul bilancio, il revisore dovrà dichiarare tale impossibilità¹⁵¹.

È stato rilevato da più parti come la presenza delle società di revisione e delle agenzie di *rating* sul mercato configuri un regime di oligopolio¹⁵². Su tale struttura oligopolistica dell'offerta di servizi di revisione,

¹⁴⁷ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 28.

¹⁴⁸ Osservazione dell'on. Leo nell'audizione del Comandante generale del Corpo della Guardia di finanza, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 14.

¹⁴⁹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 114 (intervento dell'on. Pinza); pp. 126-127.

¹⁵⁰ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 38.

¹⁵¹ Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 6-8.

¹⁵² Audizione del Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, seduta del 10 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 4; audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 21.

ad avviso della Confindustria, potrebbe incidere positivamente, accrescendo le possibilità di concorrenza, l'entrata in vigore della riforma del diritto societario che, obbligando alla revisione contabile tutte le società per azioni, salve alcune eccezioni, potrebbe determinare lo sviluppo delle società minori operanti nel settore, aumentando così il numero dei soggetti effettivamente in grado di competere su questo mercato¹⁵³. Da altra parte si è tuttavia osservato che lo sviluppo dell'attività di consulenza è conseguito all'accresciuta pressione competitiva che dagli anni settanta ha ridotto l'entità dei corrispettivi prestatati per gli incarichi di revisione¹⁵⁴: ciò ha inciso sulla qualità stessa della revisione, trasferitasi su un piano prevalentemente cartolare¹⁵⁵.

Situazioni di conflitto d'interessi si ravvisano in quest'ambito sia nella scelta del soggetto revisore da parte del socio di controllo, sia nello svolgimento di altre attività di consulenza da parte delle società medesime ovvero di soggetti a queste collegati, sia nella partecipazione di imprenditori, banche e società finanziarie al capitale delle società di revisione¹⁵⁶.

Problemi ulteriori riguardano la ripartizione della competenza fra più soggetti per la revisione dei conti delle diverse società facenti capo ad uno stesso gruppo. Com'è risultato nel caso Parmalat, l'esclusione di una parte della rete societaria - nel caso di specie, la finanziaria Bonlat - dalla sfera di competenza della società di revisione principale ha favorito l'alterazione dei bilanci, le cui incongruenze sono state oggetto di rilievi critici da parte dei revisori soltanto a seguito delle pressanti sollecitazioni rivolte dall'autorità di vigilanza al revisore principale affinché estendesse il perimetro delle proprie verifiche.

Ad avviso dei rappresentanti del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, sussisterebbe infine, sotto il profilo della responsabilità, un regime ingiustificatamente agevolativo in favore delle società di revisione rispetto a quello vigente per i collegi sindacali: le società di revisione sono infatti soggette a responsabilità contrattuale nei riguardi della società soggetta a revisione e a responsabilità extracontrattuale verso i terzi danneggiati, mentre, a differenza di quanto previsto per i sindaci, nessuna azione di responsabilità può essere promossa nei confronti delle società di revisione da parte dei singoli soci ovvero dai creditori sociali¹⁵⁷.

¹⁵³ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 21.

¹⁵⁴ Audizione dell'avvocato Francesco Gatti, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 56; audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 11.

¹⁵⁵ Audizione dell'avvocato Francesco Gatti, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 57.

¹⁵⁶ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 51; audizione del Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, seduta del 10 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 132; ALTRI.

¹⁵⁷ Audizione del Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, seduta del 10 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 133; documento consegnato alle Commissioni, pp. 4-5.

6.1. Requisiti, incompatibilità ed estensione della competenza

Tra le proposte avanzate circa la disciplina delle società di revisione sono state genericamente richiamate le misure introdotte negli Stati Uniti¹⁵⁸ e l'adozione dei principi IOSCO in materia di analisti finanziari e agenzie di rating (IOSCO *Public Document* n. 150 e n. 151 del settembre 2003)¹⁵⁹.

Più specificamente, si è ravvisata l'esigenza di rafforzare la disciplina delle incompatibilità con misure incidenti sia direttamente sulle società di revisione e ai soggetti (aziende, studi e singoli professionisti) con esse collegati, sia sulle persone fisiche in esse operanti, sia sulle società che si avvalgono dell'attività di revisione.

In materia d'incompatibilità vigono attualmente le regole stabilite dall'articolo 3 del decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136, che l'articolo 214, comma 2, lettera c), del TUF ha abrogato con decorrenza dalla data di entrata in vigore del regolamento previsto dall'articolo 160, comma 1, non ancora emanato dal Ministro della giustizia. A questo proposito, il sottosegretario di Stato per la giustizia Michele Vietti ha prospettato l'opportunità di anticipare mediante lo strumento regolamentare alcuni interventi nella materia trattata anche dall'articolo 43 del disegno di legge Atto Camera n. 4705.

Per quanto riguarda le misure direttamente incidenti sulle società di revisione, è stata diffusamente rappresentata nel corso dell'indagine l'esigenza di prevenire un evidente conflitto di interessi vietando alle società di revisione di svolgere, anche indirettamente attraverso aziende, studi o professionisti collegati in una rete, attività di consulenza nei riguardi delle società sottoposte alla revisione¹⁶⁰.

La nozione di rete, come definita nella raccomandazione della Commissione europea del 16 maggio 2002 sull'indipendenza dei revisori legali dei conti nell'Unione europea¹⁶¹, comprende la società di revisione, le sue consociate e qualsiasi altra entità da essa controllata o con esso soggetta a un controllo, una proprietà o una gestione comuni, o collegata o associata in altro modo attraverso l'uso di una denominazione comune o la messa in comune di significative risorse professionali.

Non è mancato tuttavia chi ha rilevato come lo sviluppo di competenze multidisciplinari – estendentisi, ad esempio, oltre la materia contabile alle operazioni finanziarie, alla disciplina tributaria e alle forme di organizzazione aziendale – giovi al perfezionamento delle capacità d'inter-

¹⁵⁸ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 16.

¹⁵⁹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 52 (con riferimento al documento IOSCO *Public Document* n. 150 e n. 151 del settembre 2003).

¹⁶⁰ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 55; audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25; inoltre, i soggetti indicati nelle note seguenti.

¹⁶¹ 2002/590/CE, glossario: GU L191 del 19 luglio 2002, p. 55.

prestazione delle operazioni societarie e di revisione dei bilanci. In questa prospettiva, lo svolgimento di attività di consulenza concorrerebbe al completamento della figura professionale del revisore, e la prevenzione dei conflitti dovrebbe essere rimessa a regole che precludano la prestazione di tali servizi alle stesse società sottoposte alla revisione e, comunque, escludano ogni coinvolgimento del consulente nel processo decisionale¹⁶².

Una dettagliata analisi degli interventi possibili è stata formulata dai rappresentanti dell'ABI, che hanno indicato a questo riguardo:

a) il divieto di prestare attività di consulenza congiuntamente allo svolgimento dell'attività di revisione;

b) il divieto, nei riguardi dei soggetti che compongono il gruppo cui appartiene la società di revisione, di offrire alla società sottoposta a revisione servizi incompatibili con tale attività, la cui individuazione sarebbe rimessa all'autorità di vigilanza;

c) il divieto, nei riguardi della società sottoposta a revisione e delle sue controllanti o controllate, di conferire incarichi, diversi dalla revisione, alla società di revisione o a soggetti che compongono il gruppo cui essa appartiene;

d) l'obbligo, nei riguardi delle società di revisione, di comunicare annualmente all'autorità di vigilanza l'assetto della rete cui appartiene, con una descrizione dettagliata delle relazioni fra la società di revisione stessa e gli altri soggetti ad essa collegati, da un lato, e le società sottoposte a revisione e le loro consociate, dall'altro¹⁶³.

Un'ipotesi alternativa alla rigida preclusione di ogni incarico è costituita dalla determinazione di un limite quantitativo, eventualmente commisurato all'entità del compenso percepito per la revisione del bilancio, che definisca l'incidenza massima di incarichi ulteriori rispetto alla revisione, conferiti dalla società sottoposta a revisione e da soggetti collegati o controllati al revisore e ai soggetti appartenenti alla sua rete¹⁶⁴.

È stato altresì proposto di valutare la possibilità di ampliare la portata delle regole di trasparenza in materia di incarichi di revisione, estendendole a tutti i revisori (e soggetti collegati) delle società rispetto alle quali l'emittente esercita attività di direzione e coordinamento, e comprendendovi gli incarichi conferiti per un determinato tempo antecedente e successivo alla durata dell'incarico di revisione¹⁶⁵.

Un aspetto di dettaglio toccato nel corso dell'indagine concerne la conoscibilità dei professionisti operanti nell'ambito delle società di revi-

¹⁶² Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 14; p. 21.

¹⁶³ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 24-25; in senso conforme l'audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 19.

¹⁶⁴ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 19.

¹⁶⁵ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 19.

sione. Rispondendo a questo riguardo all'on. Pagliarini, il Presidente della CONSOB ha chiarito che, pur non potendosi imporre alle società di revisione internazionali operanti in Italia di cambiare denominazione, potrebbe essere utile prevedere l'esplicitazione delle persone fisiche che collaborano con esse¹⁶⁶.

Una riflessione specifica è stata sollecitata anche sulle incompatibilità relative alle persone fisiche, dipendenti delle società di revisione, che effettuano la revisione stessa.

Le recenti vicende hanno reso evidente la lacuna normativa che consente al dipendente di una società di revisione, dopo la scadenza del termine novennale massimo previsto dall'articolo 159, comma 4, del TUF per la durata dell'incarico a quest'ultima conferito da un'impresa, di continuare a svolgere attività di revisione per la medesima impresa transitando ad altra società di revisione. Per evitare la formazione di rapporti preferenziali basterebbe estendere l'applicazione del termine di durata massima dell'attività di revisione presso la medesima società anche alle persone fisiche (soci, amministratori e dipendenti delle società di revisione)¹⁶⁷.

Al medesimo fine, si dovrebbe prevenire la formazione di relazioni personali poco trasparenti istituendo un congruo periodo d'incompatibilità (cosiddetto *cooling-off period*) nel quale non sia consentito effettuare revisioni presso una società quotata se un amministratore o dirigente di questa abbia precedentemente prestato servizio presso la società di revisione o partecipato in qualunque modo alla revisione della stessa società¹⁶⁸. Occorre per altro rilevare che il problema può porsi anche specularmente con il passaggio di responsabili della revisione ad incarichi di amministrazione o direzione presso la società che si è valsa della loro opera.

Per quanto riguarda, infine, i controlli contabili sul bilancio consolidato dei gruppi di imprese, l'Assirevi ha chiarito che, laddove concorrano un revisore principale e uno secondario, spetta al primo verificare la reputazione dell'altro, impartire ad esso istruzioni sulle modalità di lavoro e sui principi contabili da adottare e richiedere la presentazione di un *memorandum* finale sul metodo seguito. È prevista – come mera facoltà e non come obbligo – la possibilità che il revisore principale assuma complessi-

¹⁶⁶ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 118 (intervento dell'on. Pagliarini); p. 128.

¹⁶⁷ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 20; audizione dei rappresentanti di Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 41. Diversa opinione ha espresso il professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 61, secondo cui l'estensione dello stesso limite massimo alle persone fisiche svolgenti attività di revisione potrebbe desumersi in via interpretativa anche dalle norme oggi vigenti.

¹⁶⁸ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25; documento consegnato alle Commissioni, p. 29.

vamente la responsabilità della verifica: in tal caso dovrà tuttavia riesaminare in dettaglio l'attività svolta dal revisore secondario¹⁶⁹.

A questo proposito è stata prospettata da più parti l'opportunità di prescrivere la scelta di un unico soggetto responsabile della revisione per l'intero gruppo, che potrebbe essere indicato dalla società quotata esercente l'attività di direzione e coordinamento, con ripartizione dei costi fra le controllate sulla base di criteri comunicati con il bilancio annuale¹⁷⁰. Contro quest'ipotesi si sono espressi i rappresentanti dell'Assirevi, sia in ragione della complessità dei grandi gruppi industriali e delle dinamiche di acquisizione e fusione, che porterebbero inevitabilmente alla presenza di più revisori, sia per l'effetto indesiderato di ulteriore concentrazione del mercato che una regola in tal senso provocherebbe, accentuando il predominio delle grandi società di revisione internazionali. La suddetta Associazione reputa adeguate le regole contenute nel principio di revisione 600, in forza del quale la parte di verifica attribuita al revisore principale dev'essere «preponderante» (non più semplicemente «superiore»), sia quantitativamente sia rispetto alla rilevanza degli oggetti, nel complesso dei controlli sul gruppo¹⁷¹.

6.2. Nomina, durata e remunerazione degli incarichi

È evidente il conflitto – analogo a quello già descritto in relazione alla nomina del collegio sindacale – inerente alla scelta del soggetto cui è affidata la revisione contabile da parte del socio di controllo, che, esercitando il potere di conferma e negoziando la remunerazione del servizio prestato, può influire sui modi di svolgimento dell'incarico.

Le proposte avanzate a questo riguardo contemplano la traslazione del potere di nomina dall'assemblea al collegio sindacale (o all'organo corrispondente nei modelli societari alternativi)¹⁷² ovvero l'attribuzione del potere di proposta all'organo di controllo, con successiva deliberazione dell'assemblea¹⁷³.

¹⁶⁹ Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 22-23.

¹⁷⁰ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 20; analogamente, audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 7, e audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25.

¹⁷¹ Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12.

¹⁷² Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 6-7; audizione del professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 62.

¹⁷³ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 20; in forma più articolata nell'audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10 (deliberazione dell'assemblea su proposta del comitato per il controllo interno e parere del collegio sindacale).

Si è proposto da varie parti di restituire all'autorità pubblica di vigilanza il potere di approvazione della nomina del revisore contabile, già esercitato dalla CONSOB e venuto meno con l'entrata in vigore del TUF. Sono state invece avanzate riserve sull'ipotesi di affidare direttamente alla medesima autorità il potere di nominare i revisori contabili. Rispondendo all'on. Pinza, che prospettava tale possibilità, il Presidente della CONSOB ha segnalato il rischio che ciò possa comportare l'assunzione di responsabilità *in eligendo* rispetto ad eventuali mancanze del soggetto nominato nello svolgimento dell'incarico¹⁷⁴.

Per quanto riguarda la durata dell'incarico, il Presidente della CONSOB ha rinviato a quanto suggerito dalla commissione Galgano in materia di durata dell'incarico¹⁷⁵, ossia il prolungamento a sei esercizi (in luogo dei tre attualmente previsti) con il contestuale rinnovo per il sessennio successivo. Anche ad avviso dei rappresentanti dell'ABI dovrebbe essere diminuita la durata massima dell'incarico, attualmente prevista in nove anni, limitando o escludendo la possibilità di rinnovo - che può condizionare l'indipendenza del revisore - e introducendo adeguati criteri di rotazione¹⁷⁶. È stata segnalata l'opportunità di una durata sufficientemente lunga da consentire al revisore di sviluppare una conoscenza adeguata della società il cui bilancio è incaricato di certificare¹⁷⁷.

Un ulteriore aspetto meritevole di attenzione concerne la misura e le forme di erogazione del compenso per l'attività di revisione. Esso dovrebbe risultare idoneo a consentire al soggetto che assume l'incarico della revisione di impiegare il tempo e i mezzi necessari per effettuare verifiche complete e accurate (con espressione suggestiva si è detto che ciò deve spingersi fino a «contare i pezzi in magazzino»), sotto l'usbergo delle necessarie garanzie di riservatezza commerciale¹⁷⁸.

Rispetto alla determinazione della retribuzione, che secondo l'Assonime dovrebbe essere parimenti devoluta all'organo di controllo¹⁷⁹, l'Assirevi, sulla base di quanto contenuto nella già citata relazione fi-

¹⁷⁴ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 112 (intervento dell'on. Pinza); p. 126; audizione del professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 51.

¹⁷⁵ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 55; in senso conforme l'audizione dei rappresentanti di Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 41. Si veda il paragrafo 2.4 della relazione finale presentata dalla Commissione di studio sulla trasparenza delle società quotate (Commissione Galgano) il 27 settembre 2002.

¹⁷⁶ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 24; documento consegnato alle Commissioni, p. 29; per la rotazione degli incarichi anche l'audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25; audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 11.

¹⁷⁷ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 7; audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10.

¹⁷⁸ Audizione dell'avvocato Francesco Gatti, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 87.

¹⁷⁹ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 6-7.

nale della commissione Galgano, ha proposto di affidare alla CONSOB la definizione di criteri generali¹⁸⁰. I rappresentanti della Confindustria – esprimendo invece contrarietà verso ipotesi di regolazione amministrativa delle tariffe – hanno segnalato come l'adozione di un regime d'incompatibilità tra revisione e consulenza, limitando i compensi ottenibili attraverso la prestazione di servizi di consulenza e determinando quindi un adeguamento di quelli conseguenti all'attività di revisione, possa incidere positivamente sull'intero mercato delle società di revisione¹⁸¹.

Un'ipotesi alternativa, volta a recidere il legame di dipendenza che potrebbe essere ingenerato dalla corresponsione del compenso da parte della stessa società sottoposta a revisione, è stata illustrata dall'Associazione degli analisti finanziari, secondo cui la retribuzione potrebbe essere posta a carico di un fondo costituito dalle contribuzioni versate dalle società sottoposte a revisione per l'iscrizione nei listini di borsa¹⁸².

Da più parti è stata infine proposta l'introduzione di forme di pubblicità relative ai compensi che, a qualunque titolo, la società di revisione e quelle del gruppo cui appartiene abbiano ricevuto da ciascuna società sottoposta a revisione e da soggetti ad essa collegati, nonché dell'incidenza di tali compensi rispetto al fatturato complessivo della società stessa ed eventualmente del gruppo¹⁸³.

6.3. Controlli e responsabilità

I rappresentanti delle autorità pubbliche di vigilanza hanno rilevato, accanto alla funzione fondamentale svolta dagli organi interni di controllo sulla gestione delle società, l'importanza della certificazione dei bilanci nel sistema che tutela il regolare funzionamento dei mercati, la corretta formazione delle decisioni degli investitori e la garanzia del risparmio investito presso le imprese.

In questo quadro, si giustificerebbe la decisione di potenziare le forme di vigilanza sulle società di revisione, anche attraverso l'istituzione di una struttura apposita, a somiglianza del *Public Company Ac-*

¹⁸⁰ Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10. Si veda il citato paragrafo 2.4 della relazione finale presentata dalla Commissione di studio sulla trasparenza delle società quotate (Commissione Galgano).

¹⁸¹ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 20.

¹⁸² Audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 8-9; si veda anche l'audizione dell'avvocato Francesco Gatti, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 58.

¹⁸³ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 21; audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 24-25; audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12; p. 15.

counting Oversight Board introdotto nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America dal *Sarbanes-Oxley Act*. Tale struttura potrebbe essere collocata presso l'autorità che presiede alla trasparenza dell'informazione finanziaria¹⁸⁴.

Come si è detto nel paragrafo precedente, è stato suggerito da varie parti di restituire all'autorità pubblica di vigilanza il potere di approvazione della nomina del revisore contabile. Le competenze della medesima autorità dovrebbero altresì venire rafforzate mediante l'attribuzione di poteri regolamentari, la rimodulazione del sistema delle sanzioni amministrative con il loro aggravamento rispetto ad importi attualmente reputati insufficienti¹⁸⁵, una maggiore possibilità di graduazione della loro intensità e la previsione di misure cautelari¹⁸⁶. È stato inoltre sollecitato l'aggravamento delle sanzioni penali specificamente riferite al reato di falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione, di cui all'articolo 2624 del codice civile¹⁸⁷.

Si è proposto di sottoporre l'attività di revisione a certificazioni periodiche della qualità¹⁸⁸ sulla base di criteri stabiliti dall'autorità di vigilanza¹⁸⁹, anche in attuazione della raccomandazione della Commissione dell'Unione europea 2001/256/CE del 15 novembre 2000, nel contesto di verifiche costanti da parte dell'organo pubblico sulle società con riguardo alla loro idoneità organizzativa e capacità di svolgere gli incarichi ricevuti¹⁹⁰.

Secondo i rappresentanti della Confindustria, sarebbe infine opportuno definire il regime di responsabilità patrimoniale delle società di revisione nei confronti della società conferente l'incarico e dei terzi, e disciplinare le forme e i limiti di solvibilità a queste richieste¹⁹¹. Lo stesso suggerimento è stato avanzato dall'Assirevi in ragione della difficoltà di garantire altrimenti la copertura assicurativa di un'attività i cui profili di ri-

¹⁸⁴ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 21; audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25; audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 7.

¹⁸⁵ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25.

¹⁸⁶ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 55.

¹⁸⁷ Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 15.

¹⁸⁸ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 24-25.

¹⁸⁹ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 7.

¹⁹⁰ Audizione dei rappresentanti dell'Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 14.

¹⁹¹ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 20.

schio – come rilevato dall’ANIA – è altrimenti assai complesso definire¹⁹².

7. Gli analisti finanziari e le agenzie di rating

L’attività delle agenzie di valutazione (*rating*), che esprimono un giudizio di merito sugli emittenti di strumenti finanziari, e quella degli analisti finanziari, i quali suggeriscono strategie d’investimento sulla base dell’andamento delle società e del mercato, influisce in misura talvolta rilevante sulle decisioni di operatori, intermediari e risparmiatori. Per quanto riguarda le prime, inoltre, il giudizio sugli strumenti finanziari è normativamente contemplato nella disciplina secondaria riguardante le attività d’intermediazione finanziaria. È per conseguenza evidente la necessità di una più puntuale regolazione della prestazione di tali servizi al pubblico, sia rispetto alla qualificazione dei soggetti e al contenuto dell’attività esercitata, sia sul piano della prevenzione e regolazione dei conflitti d’interessi che possono insorgere nel suo svolgimento, sia, infine, sul piano della responsabilità che questa comporta.

Il *rating* è un’opinione indipendente sull’affidabilità finanziaria di un soggetto economico in un certo momento, in relazione alla sua capacità di far fronte puntualmente agli impegni; da esso gli investitori e i creditori possono ricavare una stima della probabilità d’insolvenza del debitore¹⁹³. Le principali agenzie di *rating* hanno esposto o consegnato per iscritto alle Commissioni notizie sull’attività svolta e sui criteri seguiti nella valutazione del merito degli emittenti, dalle quali emerge che il contributo professionale di analisi da esse fornito presuppone i dati risultanti dalle comunicazioni pubbliche diffuse dalle società o forniti nell’ambito del rapporto contrattuale con gli emittenti che richiedono il giudizio sui propri strumenti. Comunque, la veridicità dei dati non può essere verificata dall’agenzia, che si deve basare sulle verifiche preventivamente effettuate dall’organo amministrativo, dal collegio sindacale, dalla società di revisione ed eventualmente dal comitato per il controllo interno¹⁹⁴.

La società committente può riservarsi la decisione circa la pubblicazione del giudizio espresso su di essa, che, qualora non sia diffuso, è denominato *rating* confidenziale. La società Standard & Poor’s ha precisato che comunque, ove un *rating* confidenziale risulti essere stato divulgato,

¹⁹² Audizione dei rappresentanti dell’Assirevi, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 15-16; audizione dei rappresentanti dell’Associazione nazionale fra le imprese assicuratrici (ANIA), seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 29-30.

¹⁹³ Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor’s, seduta del 3 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 28-29; documento consegnato alle Commissioni dalla società Fitch Italia, p. 12.

¹⁹⁴ Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor’s, seduta del 3 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 31; documento consegnato alle Commissioni dalla società Moody’s Italia, p. 2; p. 5; documento consegnato alle Commissioni dalla società Fitch Italia, p. 14.

essa ne dà immediata comunicazione a tutto il mercato, indipendentemente dal consenso dell'emittente¹⁹⁵.

Il servizio è remunerato dalla società emittente sulla base di misure prefissate e del tempo di lavoro necessario. La Standard & Poor's ha dichiarato che, secondo le proprie regole interne, nessun cliente può incidere per una misura superiore all'1,5 per cento del fatturato complessivo della società¹⁹⁶.

L'organizzazione delle agenzie prevede regole di condotta e procedure interne volte ad assicurare l'imparzialità dei dipendenti e la correttezza delle valutazioni espresse: ad esempio, i giudizi sono assegnati collegialmente, gli analisti debbono comunicare qualsiasi loro investimento e non possono trattare strumenti finanziari afferenti al settore di loro competenza professionale, i compensi ad essi attribuiti non sono collegati all'andamento dei ricavi generato dagli incarichi¹⁹⁷.

Secondo il giudizio espresso dai rappresentanti della Confindustria, le recenti crisi aziendali hanno determinato una perdita di affidabilità delle valutazioni delle società di *rating* sulla solvibilità delle imprese emittenti anche a causa della scarsa tempestività delle informazioni diffuse. Le iniziative prefigurate – che per la rilevanza non solo interna e l'ambito in cui operano talune agenzie dovrebbero essere concordate anche in sedi internazionali – riguardano da un lato la previsione di obblighi informativi sull'attività svolta, dall'altro la ridefinizione dei criteri di valutazione adottati¹⁹⁸. È stato anche suggerito, a quest'ultimo proposito, di affiancare alla tradizionale analisi economico-finanziaria una considerazione specifica dell'organizzazione societaria¹⁹⁹.

Un secondo aspetto critico è rappresentato dai conflitti di interessi che possono interferire sul corretto svolgimento delle attività di analisi finanziaria da parte dei soggetti – singoli analisti o strutture organizzate – che le elaborano e le pubblicano. L'analista finanziario si trova infatti al centro del sistema costituito dalle società su cui verte l'analisi, degli intermediari bancari per cui opera, della clientela istituzionale (fondi e gestioni) e privata. A fronte di questa catena d'interessi, di cui l'analista può rappresentare l'anello debole, non appare sufficiente la volontaria autore-

¹⁹⁵ Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor's, seduta del 3 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 48; documento consegnato alle Commissioni dalla società Moody's Italia, p. 6; documento consegnato alle Commissioni dalla società Fitch Italia, p. 23; appendice, p. 6.

¹⁹⁶ Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor's, seduta del 3 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 44-45; documento consegnato alle Commissioni dalla società Moody's Italia, p. 7; documento consegnato alle Commissioni dalla società Fitch Italia, p. 16; p. 23. Il conflitto costituito dal rapporto retributivo con gli emittenti è stato segnalato dal professor Sabino Cassese, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 4.

¹⁹⁷ Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor's, seduta del 3 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 33; p. 47; documento consegnato alle Commissioni dalla società Moody's Italia, p. 5; p. 7.

¹⁹⁸ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 27.

¹⁹⁹ Audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 8.

golamentazione, ma occorrono regole sanzionate o direttamente dalla legge, o dall'esercizio di poteri regolamentari dell'autorità di vigilanza, o attraverso l'introduzione di obblighi associativi nei riguardi di un'organizzazione fornita di poteri disciplinari²⁰⁰. Ad avviso dell'Associazione nazionale degli analisti finanziari non sarebbe invece necessario separare la ricerca dalle attività operative nell'organizzazione delle banche d'investimento o di altri intermediari finanziari, purché fosse efficacemente assicurata l'osservanza degli obblighi deontologici²⁰¹.

Per garantire l'indipendenza e la terzietà nell'esercizio di quest'attività è stato quindi suggerito di sottoporre al potere di regolazione della CONSOB tutti gli studi su titoli trattati in mercati regolamentati italiani e di assoggettare a norme di trasparenza e correttezza la condotta di coloro che redigono gli studi, includendovi anche i giornalisti e le altre persone che diffondono, anche parzialmente, le informazioni in essi contenute²⁰². Un'ipotesi ulteriore in materia di remunerazione delle prestazioni degli analisti - come dei revisori contabili - potrebbe essere quella di attribuire alla società di gestione del mercato forme di finanziamento che recidano il vincolo fra questi soggetti e le società che si avvalgono dei loro servizi²⁰³.

Debbono segnalarsi infine le preoccupazioni espresse circa gli effetti della proposta di revisione della normativa europea sui servizi d'investimento, che potrebbe pregiudicare l'esercizio delle attività di analisi indipendente dai grandi centri di ricerca, con effetti di minore copertura sulle piccole e medie imprese²⁰⁴.

8. I mercati regolamentati

Tra gli elementi meritevoli di approfondimento, benché non direttamente investito dalle crisi che hanno dato origine all'indagine conoscitiva, è emerso nel corso di talune audizioni anche la posizione delle società che gestiscono mercati regolamentati.

I rappresentanti della Borsa italiana SpA hanno esposto, nel loro intervento, le competenze esercitate dalla società in materia di gestione dei mercati²⁰⁵ e le iniziative adottate per favorire, direttamente o indirettamente, la trasparenza e l'efficienza del mercato, in particolare il Codice di autodisciplina per le società quotate (il già più volte menzionato Codice Preda), l'organizzazione del circuito informativo telematico (NIS) volto ad agevolare

²⁰⁰ Audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 6; pp. 11-13.

²⁰¹ Audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 23-24.

²⁰² Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 26.

²⁰³ Audizione dell'avvocato Francesco Gatti, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 58.

²⁰⁴ Audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 13-15.

²⁰⁵ Audizione dei rappresentanti della Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 31-32.

la conoscenza pubblica delle comunicazioni diffuse dalle società, nonché l'attività in corso per armonizzare le procedure di ammissione alla quotazione degli strumenti, così da ridurre il divario che spinge alcuni operatori a preferire la quotazione più semplice e celere offerta da borse estere²⁰⁶.

Tra i problemi emersi al riguardo nel corso dell'indagine si segnala quello relativo alla composizione azionaria della società Borsa italiana SpA, che - sulla base di un modello mutualistico per altro tradizionale, vede la partecipazione degli stessi soggetti interessati nelle emissioni e, in particolare, la prevalenza degli istituti di credito²⁰⁷. I rappresentanti della società di gestione hanno ricordato che le decisioni sulla quotazione sono riservate all'amministratore delegato, coadiuvato da un comitato istituzionale, e che questi è soggetto a rigorosi requisiti d'indipendenza²⁰⁸. Il Presidente della CONSOB ha per altro invitato ad approfondire questo tema in relazione alla possibilità di conflitti d'interesse nelle decisioni circa la quotazione delle società²⁰⁹, suggerendo a questo riguardo la via di una regolamentazione attraverso atti normativi secondari²¹⁰. Un'ipotesi più forte sarebbe quella di rimettere tali poteri all'autorità di vigilanza²¹¹.

Invero, la proposta di direttiva europea relativa ai servizi d'investimento e ai mercati regolamentati²¹² prefigura - senza per altro prescriverla obbligatoriamente - la separazione tra autorità con poteri di ammissione alla quotazione e soggetto gestore dei mercati. I rappresentanti dell'Assonime hanno invitato a considerare l'esigenza che eventuali decisioni di trasferimento della competenza per l'ammissione delle società ai listini di borsa ad un'autorità pubblica non pregiudichi l'efficacia e la rapidità delle decisioni, oggi assicurate in misura soddisfacente da Borsa italiana SpA. A sua volta, la quotazione di quest'ultima, con l'abbandono della struttura proprietaria para-mutualistica che attualmente la connota, eliminerebbe alla radice ogni possibile limitazione alla capacità di competere con gli intermediari bancari nella negoziazione dei titoli e i servizi a ciò correlati²¹³. Si è sostenuto altresì che l'introduzione di più soggetti

²⁰⁶ Audizione dei rappresentanti della Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 35-37; p. 39.

²⁰⁷ Audizione dei rappresentanti della Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 42-43; p. 61; audizione dei rappresentanti delle organizzazioni dei consumatori, seduta del 30 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 29.

²⁰⁸ Audizione dei rappresentanti della Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 33.

²⁰⁹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 50; pp. 106-107.

²¹⁰ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 52.

²¹¹ Audizione del professor Renzo Costi, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 17: *contra*, i rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 32.

²¹² COM (2002) 625: *Gazzetta Ufficiale* delle Comunità europee n. C 71 del 25 marzo 2003.

²¹³ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 11-12; audizione dei rappresentanti della Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 41-43; pp. 51-52.

nella gestione del mercato potrebbe attrarre ulteriori risorse accrescendo la funzionalità del sistema²¹⁴.

PARTE III

Le autorità pubbliche di vigilanza

9.1. Problemi strutturali e funzionali nei casi Cirio e Parmalat

Tra i problemi affrontati nel corso dell'indagine, accanto a quello riguardante l'interna organizzazione delle società e il funzionamento degli organi deputati al controllo della gestione, emerge certamente per importanza e complessità la questione concernente le competenze, l'organizzazione e l'idoneità dell'assetto complessivo degli organi pubblici di vigilanza sui mercati finanziari e sul sistema bancario, che sollecita particolarmente la responsabilità del legislatore sia perché attiene alla disciplina di organi amministrativi attraverso i quali lo Stato regola attività di fondamentale rilevanza per l'economia nazionale, sia perché investe l'esercizio di funzioni necessarie per garantire la legalità, la fiducia degli operatori e dei mercati, la corretta formazione delle decisioni d'investimento e la tutela del risparmio impiegato in queste attività.

Le Commissioni – pur senza disporre, nello svolgimento dell'indagine conoscitiva, degli speciali poteri che assistono le attività degli organi parlamentari d'inchiesta, e salva la competenza degli organi giurisdizionali nell'accertamento delle individuali responsabilità – hanno ritenuto necessario approfondire l'analisi delle recenti vicende, acquisendo le informazioni e le valutazioni dei competenti soggetti istituzionali e di altre qualificate fonti, per formare il quadro degli elementi di fatto utili a meglio comprendere la sussistenza di eventuali difetti o lacune nel funzionamento del sistema di vigilanza, le loro cause e i rimedi opportuni sul piano normativo.

Con particolare riferimento al caso Parmalat, il Ministro dell'economia e delle finanze – adducendo gli elementi di documentazione consegnati alle Commissioni – ha formulato riserve sull'attività svolta dalle autorità di vigilanza, e segnatamente dalla Banca d'Italia in relazione all'esistenza dei requisiti formali e sostanziali nelle emissioni obbligazionarie autorizzate e alla qualità dell'analisi effettuata sul livello d'indebitamento risultante dal bilancio consolidato del gruppo²¹⁵.

Relativamente al primo punto, il Governatore della Banca d'Italia ha osservato che l'articolo 129 del testo unico bancario assoggetta le emissioni di valori mobiliari e le offerte di valori mobiliari esteri in Italia al-

²¹⁴ Audizione dell'avvocato Francesco Gatti, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 89-90.

²¹⁵ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 11 e pp. 32-33.

l'obbligo di comunicazione alla Banca d'Italia, la quale può vietarne o differirne l'esecuzione – restando esclusa ogni valutazione di carattere economico sulla loro convenienza e sulla solvibilità dell'emittente – per incompatibilità con la capacità di assorbimento del mercato o per la presenza di elementi difformi dalle prescrizioni dell'ordinamento, ovvero nel caso in cui gli strumenti proposti abbiano caratteristiche difficilmente comprensibili o rendimento difficilmente calcolabile. Nessuna di queste condizioni, ad avviso della Banca d'Italia, ricorreva nei casi Cirio e Parmalat²¹⁶.

Quanto al secondo punto, il Governatore ha ricordato come fino al 2003 i titoli della società Parmalat abbiano goduto di elevato consenso presso gli analisti finanziari e di giudizi positivi da parte delle agenzie di *rating*. Poiché la legge non attribuisce alla Banca d'Italia competenze relative alla gestione e ai conti delle imprese commerciali né all'accertamento della veridicità dei loro bilanci, né conferisce ad essa il potere di chiedere alle stesse imprese informazioni di alcun tipo, per le valutazioni di propria competenza, l'organo di vigilanza può fondarsi unicamente sulle informazioni e sui bilanci pubblicati. Con specifico riguardo alla funzione di vigilanza bancaria, nel quale si esplicano le competenze e le responsabilità della Banca d'Italia, il Governatore ha precisato che esse sono state puntualmente adempiute, talché – secondo i dati da lui indicati – la vicenda non determina alcun rischio per la stabilità del sistema né di singoli intermediari.

I finanziamenti erogati da banche italiane risultano infatti assai frazionati fra complessive 120 banche (45 delle quali con esposizione superiore a 10 milioni di euro), in misura comunque largamente inferiore ai previsti limiti di concentrazione dei rischi. Per questo motivo i dati della centrale dei rischi – che per altro riguardano soltanto le banche italiane e le filiali di banche estere in Italia – non potevano suscitare allarme: tali dati, nel caso di specie, rappresentano circa un quarto dell'indebitamente finora accertato. La misura dei finanziamenti erogati dal sistema bancario italiano costituisce del resto lo 0,3 per cento del totale degli impieghi, e – quand'anche dovesse verificarsene la perdita integrale – rappresenterebbe il 20 per cento dell'utile netto di un solo esercizio. Debbono aggiungersi titoli per circa 250 milioni di euro detenuti nel portafoglio dalle stesse banche e per 66 milioni detenuti da fondi comuni d'investimento²¹⁷.

In generale, il Governatore ha ribadito che l'organo di vigilanza sul sistema bancario non può interferire sulle singole scelte di affidamento operate dagli amministratori, ma soltanto tenere sotto costante controllo la situazione finanziaria e in particolare l'adeguatezza del patrimonio di ciascun operatore rispetto al complesso dei rischi (qualità del portafoglio, concentrazione, incidenza di crediti anomali). A questo fine, oltre all'analisi dei dati comunicati e, ove necessario, degli elementi disponibili per

²¹⁶ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 22.

²¹⁷ Ivi, pp. 12-14 e allegato 4; pp. 17-18.

valutare il profilo di rischio dei soggetti affidati (bilanci, *rating*, giudizi degli analisti, centrale dei rischi), la Banca d'Italia si avvale di ispezioni miranti ad accertare il rispetto delle norme di vigilanza e l'idoneità dei meccanismi di governo societario e di controllo interno, nonché la correttezza delle procedure di erogazione del credito²¹⁸. Per quanto riguarda in particolare la centrale dei rischi, archivio al quale ogni banca comunica i nomi dei soggetti aventi esposizione superiore a determinate soglie avendo diritto a ricevere informazioni relative agli affidamenti concessi dalle altre banche, ha precisato che essa rileva solo i prestiti erogati dalle banche italiane e dagli altri soggetti vigilati; pertanto riguarda il solo sistema bancario e non può comunque consentire la ricostruzione dell'indebitamento di gruppi industriali che facciano ricorso ad intermediari esteri: in particolare, nel caso della Parmalat, i dati da essa ricavabili rappresentavano forse un quarto dell'indebitamento finora accertato²¹⁹.

Il Presidente della CONSOB ha specificato allo stesso proposito che gl'interventi dell'organo da lui presieduto nei riguardi della Cirio - volti a sollecitare una chiara informazione ai mercati sulla situazione finanziaria del gruppo - hanno preso avvio dal rilevante incremento dei crediti finanziari della società verso correlate facenti capo al medesimo soggetto proprietario²²⁰. Analogamente, nel caso Parmalat, le indagini della CONSOB sui criteri di contabilizzazione dei prestiti obbligazionari sono originate dal rilievo che il bilancio 2002 manifestava cospicue disponibilità liquide a fronte di un elevato livello d'indebitamento (situazione «di per sé non anormale se comparata con altre società quotate», che poteva anche essere frutto di strategie societarie, l'anomalia consistendo nella falsità della rappresentazione nel bilancio e della sottostante documentazione). Gli interventi di vigilanza - documentati da una lunga serie di atti il cui elenco è stato fornito alle Commissioni - hanno sollecitato anche la società di revisione principale ad estendere il perimetro della sua competenza (ripartita con una seconda società) includendovi la finanziaria Bonlat. Soltanto a seguito di ciò sono emersi i primi rilievi critici da parte dei revisori e la vicenda si è avviata all'esito noto²²¹.

Per quanto riguarda, infine l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, il Presidente di essa ha dato conto degli interventi operati nei riguardi della Parmalat in relazione ad un sospetto inadempimento delle prescrizioni impartite, rilevando tuttavia come l'impossibilità di accertare la veridicità di dichiarazioni e documentazione fornita dalla società sotto la propria responsabilità, non riscontrabili dall'Autorità attraverso una diretta indagine perché riferite a soggetti esteri, abbia ostacolato il

²¹⁸ Ivi, pp. 17-18.

²¹⁹ Ivi, p. 13; in senso conforme l'audizione del professor Francesco Capriglione, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 37-38.

²²⁰ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 32-41.

²²¹ Ivi, pp. 18-31; pp. 100-101.

pieno esercizio delle funzioni dell'organo di vigilanza e consentito l'elusione delle norme sulla concorrenza²²².

Nel complesso, i rappresentanti delle autorità di vigilanza hanno segnalato come il carattere fraudolento delle operazioni poste in essere nei casi segnalati, la gravità, la durata e l'estensione delle violazioni commesse da amministratori e dirigenti delle società, la connivenza o l'inerzia degli organi di controllo interno ed esterno abbiano costituito un complesso di fattori eccezionali il cui concorso ha impedito di rilevare tempestivamente l'esistenza di irregolarità, in un contesto normativo che – come osservato con specifico riferimento alla CONSOB dal professor Capriglione – orienta la vigilanza verso forme operative che si raccordano all'attività degli organi di controllo interno e di revisione dei bilanci, cui sono imposti in tal senso obblighi di comunicazione e denuncia²²³.

Si osserva incidentalmente che un rilievo analogo è stato formulato dal comandante generale della Guardia di finanza per le attività spettanti a tale Corpo: poiché infatti le funzioni d'istituto incentrano le verifiche sulla funzione di polizia tributaria, l'analisi dei bilanci societari che viene operata nell'esecuzione dei controlli verte sulle operazioni e sulle poste che hanno rilevanza per la determinazione della base imponibile da assoggettare a tassazione. L'ulteriore esplicazione delle competenze specifiche da parte del Corpo è sopravvenuta, a seguito delle iniziative della magistratura, nell'esercizio di poteri di polizia giudiziaria aventi natura e rispondenti ad impulso e finalità diversa²²⁴.

Oltre a quanto detto, dalla ricostruzione dei rapporti fra il Ministro dell'economia e delle finanze e la Banca d'Italia sono emersi contrasti interpretativi circa l'opposizione del segreto a richieste di informazioni avanzate dal Ministro, allegando la propria qualità di presidente del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), su emissioni obbligazionarie e sulla situazione di istituti di credito; la competenza deliberativa del CICR e la riserva del potere di proposta alla Banca d'Italia²²⁵.

Il Governatore della Banca d'Italia ha ribadito l'interpretazione secondo cui il CICR delibera su proposta della Banca d'Italia²²⁶.

²²² Audizione del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 4-8.

²²³ Audizione del professor Francesco Capriglione, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 36. Un giudizio opposto è stato formulato dal professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 52.

²²⁴ Audizione del Comandante generale del Corpo della Guardia di finanza, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 10-11; sulle verifiche operate presso società del gruppo Parmalat, *ivi*, p. 26; p. 30.

²²⁵ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 13-14; p. 32.

²²⁶ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 81.

9.2. Modello di vigilanza e rapporti fra autorità

Nel disegno storico-ricostruttivo rappresentato alle Commissioni dal professor Gustavo Visentini emerge, in un'epoca di globalizzazione, la tendenza dei sistemi economici a dirigersi verso il modello del mercato regolamentato. Secondo tale modello, i rischi del mercato e dell'economia non potendo essere gestiti a livello centrale in mancanza di adeguata «sapienza tecnica», sarebbe preferibile lasciare l'alea al mercato, ossia agli operatori privati, i quali compiono di fatto scelte politiche, assumendo le relative responsabilità.

Se il modello di mercato trova applicazione esemplare negli Stati Uniti d'America, il sistema cosiddetto tutorio (con un'economia sostanzialmente diretta dallo Stato, attraverso il sistema finanziario e la politica nei riguardi delle maggiori imprese, pubbliche e private) è quello su cui si è poggiato il nostro Paese dal dopoguerra, con indubbi effetti positivi per lo sviluppo. Si tratta di un sistema che tende ad occultare le crisi, che vengono gestite in via amministrativa; tuttavia, mentre esso può presentare effetti positivi nei periodi di congiuntura sfavorevole, nel lungo periodo tende a trasformarsi in burocrazia, e sembra oggi comunque difficilmente sostenibile in un'economia sempre più interdipendente e globalizzata che travalica i limiti della sovranità territoriale²²⁷.

In questa prospettiva, il modello di mercato conosce due varianti. Una prima versione è quella di un sistema di mercato radicale, privo di regole e pertanto incline a rifiutare controlli prudenziali, sanzioni contro le frodi e norme di trasparenza intese a far sì che il contratto sia gestito correttamente dalle parti. A questo si contrappone il mercato regolamentato, un sistema cioè fondato su una disciplina di diritto privato, nel quale tuttavia, laddove non sia sufficiente il diritto comune, sono necessarie forme di vigilanza amministrativa di carattere prudenziale che dispongano, sulla base della legge, cautele per la solvibilità delle imprese, come accade nella finanza.

Da qui discende l'istituzione delle diverse autorità del mercato, volte ad assicurare concorrenza e trasparenza dei mercati mobiliari e ad esercitare la vigilanza prudenziale sulle banche e sulle imprese finanziarie; secondo la medesima logica, altre autorità vengono preposte a settori particolari, come le assicurazioni o i fondi pensione.

9.2.1. Il modello di vigilanza per finalità

L'analisi dei modelli di vigilanza individuati dalla dottrina è stata svolta dal professor Marco Onado, che ha richiamato le tre finalità fondamentali: stabilità, protezione dell'investitore e concorrenza. Le funzioni in materia di stabilità possono riguardare i prezzi, e dunque il controllo dell'inflazione, la stabilità macroeconomica, per la prevenzione delle crisi

²²⁷ Audizione del professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 45-47.

bancarie di natura sistemica, e la stabilità microeconomica, riferita a ciascuna istituzione e realizzata attraverso la vigilanza prudenziale. Nel concreto perseguimento di queste finalità presso gli ordinamenti europei si rileva attualmente la tendenza alla riduzione del numero delle autorità, con l'adozione del modello di vigilanza per soggetti o per finalità o, addirittura, con l'istituzione di un organo regolatore unico. Anche in quest'ultima ipotesi le funzioni relative alla stabilità macroeconomica e alla politica monetaria sono attribuite alla banca centrale, che comunque rimane largamente coinvolta anche nella vigilanza di stabilità microeconomica, mantenendo poteri informativi o d'intervento. Ovunque esistono meccanismi formalizzati di cooperazione e coordinamento tra le diverse autorità.

Benché il sistema italiano soglia ricondursi al modello generale per finalità, esso rappresenta – secondo il citato studioso – una soluzione nella quale formule diverse s'intersecano in forza di valutazioni pragmatiche o talora per stratificazione storica. La soluzione della vigilanza per finalità non è la più frequente, ma dal punto di vista teorico appare la più idonea a prevenire i conflitti d'interessi che possono intervenire tra i vari obiettivi²²⁸.

Nel corso delle audizioni si è registrata ampia condivisione sul mantenimento del modello per finalità²²⁹, con la previsione di tre soggetti competenti per funzioni, la quale favorisce la specializzazione, evita il conflitto fra obiettivi nell'attività di uno stesso organo ed è conforme alla tradizione pluralista che connota il sistema italiano.

A questo modello s'ispira anche l'ipotesi prospettata dal Ministro dell'economia e delle finanze, fondantesi sull'individuazione non di un'autorità unica, ma unica autorità funzionalmente competente per il risparmio, accanto alle autorità di vigilanza attributarie degli altri obiettivi riguardanti la regolazione delle attività finanziarie, tra cui l'organo titolare della vigilanza bancaria, che deve rimanere individuato in forme compatibili con il sistema della Banca centrale europea. Il modello proposto identifica tre soggetti aventi competenza funzionale rispettivamente per la stabilità, la concorrenza e il risparmio²³⁰. Quest'ipotesi è stata poi esplicitata nel disegno di legge Atto Camera n. 4705.

²²⁸ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 39-41; si vedano anche le considerazioni svolte dal Ministro delle politiche comunitarie, seduta del 12 febbraio 2004, p. 39.

²²⁹ Ad esempio audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 58; audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 25; audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 10; audizione dei rappresentanti di Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 92; audizione dei rappresentanti di Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 40; audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 4.

²³⁰ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 15-16.

A questo riguardo è stata segnalata una ritenuta improprietà terminologica, consistente nel riferire l'oggetto del risparmio ad un'unica autorità, per altro principalmente competente in materia di mercati, laddove tale oggetto di tutela non sarebbe riconducibile ad una sola finalità e, anche nel riferimento all'articolo 47 della Costituzione, richiamerebbe il contenuto della vigilanza sulla stabilità bancaria in ragione del suo stretto riferimento alla salvaguardia dei depositi e per le esigenze di coerente governo di un insieme inscindibile costituito dalla raccolta del risparmio e dal suo impiego nell'erogazione del credito²³¹.

È stato osservato altresì che in favore della nuova autorità si derogherebbe al riparto di competenze per funzioni, in vista di un'opzione verso forme non bancarie di finanziamento dei settori produttivi, che non sembra tener conto della realtà attuale, in cui rimane imprescindibile l'apporto del credito e la stabilità del sistema bancario continua a configurarsi come ammortizzatore delle crisi d'impresa²³².

Mette conto ricordare, prima di concludere queste generali considerazioni sui criteri d'organizzazione del sistema della vigilanza, l'osservazione da taluno formulata circa l'opportunità di considerare attentamente la transizione verso nuovi assetti del sistema. L'esperienza sembra confermare che misure di riforma troppo vaste o repentine potrebbero comportare – almeno nella fase iniziale – un calo di efficienza nel sistema dei controlli²³³. Occorre pertanto che gli interventi necessari siano accuratamente preparati – sia sul piano normativo, sia su quello dell'attuazione amministrativa – così da garantire la continuità nell'esercizio di tutte le funzioni che vi saranno interessate.

9.2.2. La collocazione della vigilanza sui settori assicurativo e previdenziale

In questa prospettiva si è posto il problema riguardante la vigilanza sui settori assicurativo e previdenziale, attualmente affidata, rispettivamente, all'ISVAP e alla COVIP, con una determinazione di competenze riconducibile al modello teorico della vigilanza per soggetti.

L'ipotesi di riassetto del sistema inizialmente avanzata dal Ministro dell'economia e delle finanze prevedeva l'assorbimento di queste due materie nella costituenda autorità per la tutela del risparmio, con la previsione di eventuali articolazioni settoriali²³⁴.

²³¹ Audizione del professor Sabino Cassese, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 6; nel medesimo senso il professor Renzo Costi, *ivi*, p. 12, e il professor Giuseppe Guarino, *ivi*, pp. 22-24.

²³² Audizione del professor Francesco Capriglione, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 41-42; p. 45; p. 75.

²³³ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12; p. 61; in senso conforme il professor Giuseppe Guarino, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 27-29, e il professor Mario Sarcinelli, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 79.

²³⁴ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 36.

Si è quindi proposta la devoluzione delle funzioni esercitate dai due organi specializzati in materia di assicurazioni e fondi pensione all'organo di vigilanza sulla stabilità²³⁵ ovvero a quello competente in materia di sollecitazione del pubblico risparmio²³⁶.

Da altre parti si è suggerita una diversa valutazione dei due aspetti. Secondo taluni, la natura di non completi intermediari che caratterizza i fondi pensione e la difficoltà di creare un vero mercato in questo settore giustificerebbero una separata vigilanza²³⁷, mentre la conservazione di una distinta autorità per il settore assicurativo accrescerebbe i costi senza trovare giustificazione in una fase nella quale è caduta la tradizionale distinzione fra banca, assicurazione e impresa d'investimento sotto il riguardo dei prodotti indistintamente offerti da questi soggetti²³⁸. Secondo altri, per converso, la particolarità del settore assicurativo – in cui la copertura dei rischi, che ne costituisce l'elemento centrale, non ha diretta attinenza con il risparmio – consiglia di mantenere separata la vigilanza su questi soggetti²³⁹.

Le Commissioni hanno ascoltato nel corso dell'indagine i rappresentanti delle autorità di vigilanza competenti ai due settori.

Il Presidente della COVIP ha sostenuto che nel sistema costituzionale e legislativo italiano sarebbe assolutamente sbagliato, in termini di dottrina e di senso comune, voler assimilare o ridurre il rischio previdenziale a rischio finanziario, o stabilire analogie tra fondi pensione e intermediari finanziari e, per conseguenza, tra le funzioni di regolazione e vigilanza relative ai due settori²⁴⁰. Date le specifiche finalità dell'istituto, le diverse modalità di adesione alla previdenza complementare, che la distinguono nettamente dalle forme di sollecitazione all'investimento, e i differenti profili di rischio – estesi alla fase di accumulazione e a quella di erogazione e non strettamente riferiti alla natura dell'investimento – non sarebbe concretamente proponibile per i fondi pensione la bipartizione tra stabilità e trasparenza cui si fa riferimento per gli intermediari finanziari²⁴¹. Coerentemente, la COVIP, nel sistema attuale fondato sull'articolo 5 del TUF, esercita entrambe le funzioni²⁴².

²³⁵ Audizione del professor Renzo Costi, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 10.

²³⁶ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 25.

²³⁷ Audizione dei rappresentanti delle organizzazioni sindacali, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25 (CGIL); p. 31 (UIL).

²³⁸ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 42-45.

²³⁹ Audizione del Ministro delle attività produttive, seduta del 12 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 8-9; pp. 13-14.

²⁴⁰ Audizione del Presidente della COVIP, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 77.

²⁴¹ Audizione del Presidente della COVIP, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 77-80.

²⁴² Audizione del Presidente della COVIP, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 96. La prevalenza dell'obiettivo della stabilità è stata sostenuta dal pro-

Il Presidente della COVIP ha avvalorato questa sua posizione richiamandone la proficua collaborazione con le altre autorità di vigilanza e ricordando come anche nel modello di unica autorità adottato nel Regno Unito sussista un organismo *ad hoc* per la previdenza complementare²⁴³. Egli ha segnalato invece l'opportunità di adeguamenti normativi che rafforzino le prerogative dell'organo e ne incrementino le risorse consentendo ad esso, anche per accrescerne l'indipendenza, di raccordarsi stabilmente anche a forme di rappresentanza delle parti sociali e delle regioni²⁴⁴.

Per quanto riguarda l'attività assicurativa, è stato rilevato che la sua sottoposizione a vigilanza prudenziale secondo la legislazione di settore discende dall'intrinseca rischiosità del suo contenuto. L'orizzonte temporale in cui opera l'impresa assicuratrice è connotato da una prospettiva di medio e lungo termine: in quest'ambito, secondo i rappresentanti dell'ANIA, l'investimento finanziario delle riserve tecniche non costituisce il fine ultimo dell'attività, ma è strumentale alla copertura dei rischi, garantita anche con il capitale della compagnia²⁴⁵.

Il Presidente dell'ISVAP ha dichiarato di ritenere necessario mantenere unitarietà di controlli sul settore assicurativo in ragione della tipicità e separatezza delle sue attività rispetto ai settori creditizio e finanziario²⁴⁶. Egli ha ricordato come, nel febbraio 2003, l'Istituto abbia ristrutturato il proprio settore della vigilanza, articolata non più per ramo di attività, ma per impresa e gruppo assicurativo, con la costituzione di due servizi di vigilanza, ciascuno competente su un gruppo d'impresе pari alla metà dell'intero mercato e articolato in tre sezioni specializzate rispettivamente nell'attività autorizzatoria e nella verifica dell'efficienza, efficacia e trasparenza dei comportamenti delle imprese, degli intermediari e dei periti; nelle attività di controllo attuariale; nel controllo patrimoniale e finanziario²⁴⁷. Anche in quest'ambito si registra una proficua collaborazione con le altre autorità che, rispetto alla Banca d'Italia, opera anche attraverso un protocollo d'intesa²⁴⁸.

Anche secondo l'ANIA, il mantenimento dell'attuale regime si fonderebbe sulla specificità di una vigilanza che alla stabilità - nelle forme ade-

fessor Mario Sarcinelli, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 48; pp. 79-80.

²⁴³ Audizione del Presidente della COVIP, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 84.

²⁴⁴ Audizione del Presidente della COVIP, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 82-83.

²⁴⁵ Audizione dei rappresentanti dell'Associazione nazionale fra le imprese assicuratrici (ANIA), seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 5-6; p. 8.

²⁴⁶ Audizione del Presidente dell'ISVAP, seduta del 30 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 50.

²⁴⁷ Audizione del Presidente dell'ISVAP, seduta del 30 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 41-42.

²⁴⁸ Audizione del Presidente dell'ISVAP, seduta del 30 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 49.

guate alla natura del rischio assicurativo – associa il controllo della correttezza dei comportamenti degli operatori, specialmente nel ramo danni, sulla base di peculiari parametri giuridici, tecnici e culturali²⁴⁹. Quest'Associazione ha suggerito di rafforzare l'autonomia, l'organizzazione e le forme di rendicontazione dell'ISVAP, anche articolandone la struttura in forma collegiale²⁵⁰.

9.2.3. I rapporti fra autorità

Per quanto attiene ai rapporti fra le autorità, è opinione generalmente condivisa che debbano essere mantenute e rafforzate le forme di collaborazione istituzionale fra le medesime, nel rispetto delle reciproche competenze e con la garanzia della necessaria riservatezza, così da evitare duplicazioni onerose per i soggetti vigilati, e favorire d'altronde l'efficacia e la tempestività dei controlli. In questo senso è stata segnalata l'utilità dell'impiego di sistemi condivisi²⁵¹.

Il Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha dichiarato di vedere con favore l'ipotesi di estendere ai rapporti tra autorità indipendenti preposte alla tutela del risparmio e autorità di concorrenza la previsione di cui all'articolo 7, comma 5, del testo unico bancario circa l'inopponibilità del segreto d'ufficio, così da rendere più efficiente l'esercizio delle funzioni e consentire una cooperazione volta a verifiche per il cui compimento l'Autorità difetta attualmente di strumenti efficaci²⁵².

È stato segnalato altresì, con generale riferimento a talune procedure previste nel disegno di legge governativo Atto Camera n. 4705, che la ripartizione di competenze fra più soggetti, uno dei quali agisce «sentito» l'altro, può riuscire disfunzionale nell'applicazione, onerosa per i soggetti vigilati e contrastante con il modello per funzioni²⁵³.

Valutazioni difformi sono state espresse da taluni fra gli studiosi ascoltati circa la funzione attualmente esercitata dal CICR, le attribuzioni a questo riguardo previste dal disegno di legge Atto Camera n. 4705 e la

²⁴⁹ Audizione dei rappresentanti dell'ANIA, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 10-11; pp. 22-24.

²⁵⁰ Audizione dei rappresentanti dell'ANIA, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12.

²⁵¹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 59; p. 72; p. 83. Il Governatore della Banca d'Italia ha per altro precisato che i dati della centrale dei rischi sono comunicati senza difficoltà ogniqualvolta la CONSOB ne faccia richiesta, e che nessuna sollecitazione in tal senso è pervenuta in relazione al caso Parmalat (seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 42).

²⁵² Audizione del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 9.

²⁵³ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 45-46.

determinazione delle competenze informative di quest'organo rispetto alle autorità di vigilanza.

Il professor Capriglione ha sottolineato l'utilità del Comitato quale elemento di raccordo fra autorità politica e autorità tecnica – nei limiti strettamente inerenti a questa funzione – per l'emanazione di atti d'indirizzo politico da tradurre in provvedimenti amministrativi di normazione secondaria da parte delle autorità di settore²⁵⁴. Ciò ovierebbe alla lamentata chiusura, ad esempio, di un sistema bancario in cui il sistema tutorio descritto dal professor Visentini, portato all'estremo, avrebbe prodotto l'esautorazione del ruolo dell'autorità politica²⁵⁵.

Altri ha per contro sostenuto il superamento del ruolo del CICR in un contesto che ha registrato lo sviluppo delle autorità amministrative indipendenti e, parallelamente, la soppressione di numerosi comitati interministeriali con l'abbandono del modello dogmatico di ordinamento sezionale che vi sottostava. Secondo il professor Cassese, questa linea di tendenza risulterebbe contraddetta dalla concentrazione di poteri, dalla mancata separazione tra politica e amministrazione e dalla despecializzazione a suo avviso connotanti il ruolo del Comitato nel disegno di legge governativo²⁵⁶. Anche secondo il professor Costi, considerata altresì l'impossibilità di orientare le scelte d'impresa sulla base di decisioni di politica economica da realizzarsi attraverso la regolazione del credito, la soppressione del CICR sarebbe condizione per consentire al comitato permanente di coordinamento tra le autorità previsto dall'articolo 26 del disegno di legge Atto Camera n. 4705 di esercitare un importante ruolo nello sviluppo del sistema di rapporti fra autorità ivi delineato²⁵⁷.

Per quanto riguarda, in particolare, la disciplina del segreto d'ufficio che – come detto a conclusione del precedente paragrafo – ha costituito oggetto di contrasto interpretativo fra l'autorità di Governo e la Banca d'Italia, il Governatore di quest'ultima ha sostenuto durante l'audizione che, a fronte di penetranti poteri informativi, la Banca d'Italia è tenuta al segreto d'ufficio (derogabile nei riguardi della magistratura in sede penale, delle altre autorità di controllo e del Ministro dell'economia e delle finanze nell'esercizio delle funzioni di presidente del CICR). Tale obbligo discende dall'articolo 7 del testo unico bancario ed è conforme alle prescrizioni dell'articolo 30 della direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 marzo 2000, relativa all'accesso all'attività de-

²⁵⁴ Audizione del professor Francesco Capriglione, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 75-76.

²⁵⁵ Audizione del professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 47.

²⁵⁶ Audizione del professor Sabino Cassese, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 5.

²⁵⁷ Audizione del professor Renzo Costi, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 15.

gli enti creditizi e al suo esercizio²⁵⁸. Il Governatore della Banca d'Italia ha segnalato l'inopportunità di estendere la possibilità di comunicazione di notizie coperte da tale segreto ad organi politici al di fuori dello stretto ambito funzionale²⁵⁹.

Al medesimo riguardo il professor Guarino ha richiamato l'attenzione sul fatto che la trasmissione di notizie specifiche ad autorità soggette ad obblighi di denuncia potrebbe risultare pregiudizievole ove tali obblighi, come doveroso, venissero adempiuti intempestivamente da soggetti che non godono della discrezionalità che, relativamente alla scelta dei tempi, connota la funzione degli organi di vigilanza²⁶⁰.

9.3. Stabilità

La funzione di vigilanza sulla stabilità è storicamente la prima ad essersi sviluppata con specifico riferimento al sistema bancario e creditizio, all'espresso fine di prevenire crisi bancarie rivelatesi rovinose sia per i risparmiatori individualmente considerati, sia per l'intero sistema economico delle nazioni.

In questa prospettiva può richiamarsi quanto ha affermato il Governatore della Banca d'Italia, il quale, ricordando che il risparmio affidato alle banche da famiglie e imprese ammonta attualmente a circa 1.000 miliardi di euro (di cui 900 miliardi riferibili alle famiglie), ha segnalato che nella stabilità del sistema bancario risiede la garanzia di fondo del risparmio ad esso affidato, esprimendo l'avviso che a questo fine l'ordinamento assoggetti il sistema bancario a controlli volti a garantire l'integrità dei depositi affidati attraverso la vigilanza sulla sana e prudente gestione degli istituti bancari nonché sulla stabilità complessiva, l'efficienza e la competitività del sistema²⁶¹. In questa visione, l'estesa articolazione dei gruppi bancari nei diversi comparti dell'intermediazione creditizia e finanziaria richiederebbe che l'esercizio congiunto della vigilanza prudenziale sulle banche e sugli altri intermediari²⁶².

La vigilanza si svolge nel rispetto dell'autonomia degli intermediari nella definizione delle politiche aziendali e nell'assunzione delle singole decisioni, in primo luogo di quelle inerenti alla concessione del credito. L'azione di controllo, vigilanza e supervisione non può interferire nelle singole scelte di affidamento effettuate dagli amministratori (in quanto si creerebbe una commistione di responsabilità tra Autorità di vigilanza e soggetti vigilati). In concreto la Banca d'Italia vaglia la situazione finan-

²⁵⁸ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 17.

²⁵⁹ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 40.

²⁶⁰ Audizione del professor Giuseppe Guarino, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 34-35.

²⁶¹ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 15-16; p. 27.

²⁶² Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 16.

ziaria degli intermediari, in particolare riguardo all'adeguatezza dei patrimoni di ciascuna banca rispetto al complesso dei rischi. Un ruolo centrale assumono l'esame delle nuove iniziative bancarie e l'analisi della struttura proprietaria dei gruppi creditizi attraverso il vaglio dell'assunzione di partecipazioni rilevanti sul capitale delle banche e delle operazioni di aggregazione.

L'analisi delle situazioni delle banche si avvale anche delle ispezioni, che mirano in primo luogo ad accertare il rispetto delle normative di vigilanza e se i meccanismi di governo societario e il sistema dei controlli interni siano in grado di assicurare una consapevole gestione dei rischi. La Banca d'Italia verifica che nelle procedure di erogazione del credito siano state utilizzate tutte le informazioni disponibili sull'impresa, in primo luogo i bilanci e le altre scritture aziendali; l'analisi del rischio di credito delle singole banche è diretta a verificare la qualità del portafoglio nel suo complesso e la sua concentrazione.

La probabilità media d'insolvenza degli affidati viene valutata in primo luogo, raffrontando l'incidenza dei crediti anomali (sofferenze, incagli, sconfinamenti) nel portafoglio di ciascuna banca con quella osservata per l'intero sistema. La concentrazione, per singoli nominativi o per settori di attività economica, viene esaminata in via continuativa attraverso indicatori statistici.

La normativa sui grandi fidi, stabilita a livello comunitario richiede che nessun debitore riceva credito per un ammontare superiore a un quarto del patrimonio della banca; quando il grado di concentrazione del portafoglio complessivo di una banca risulta relativamente elevato, la Banca d'Italia considera le caratteristiche dei principali gruppi affidati. Le informazioni di cui la Banca d'Italia generalmente dispone sui gruppi societari riguardano i bilanci approvati dagli organi competenti, i *rating* assegnati ad alcune delle loro imprese, i giudizi degli analisti; la centrale dei rischi fornisce informazioni sulle eventuali classificazioni a sofferenza²⁶³.

Nell'esercizio della funzione di vigilanza, l'organo competente tempera il dovere di salvaguardare il risparmio con l'opportunità di regolare l'erogazione del credito evitando che eventuali e temporanee mancanze di liquidità possano determinare effetti negativi sulla situazione di importanti realtà industriali (è stato ricordato ad esempio il caso della FIAT)²⁶⁴. Secondo il medesimo Governatore, problemi particolari, in ragione del più elevato rapporto fra impieghi bancari e valore aggiunto delle imprese, sussistono nel Mezzogiorno, ove nel 1993, in una fase caratterizzata da grave recessione, arresto del settore dei lavori pubblici e interruzione improvvisa dell'intervento straordinario, si è affacciato il rischio di

²⁶³ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 17-18.

²⁶⁴ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 38.

una crisi sistemica, scongiurata grazie all'intervento coordinato dell'autorità di vigilanza e di tutto il sistema bancario²⁶⁵.

In questo quadro, l'affidamento di tutte le funzioni di stabilità ad un'unica istituzione individuata nella banca centrale risulterebbe coerente con il sistema. È stata per altro espressa l'opinione che, in ragione della discrezionalità politica insita nella funzione, le autorità di vigilanza prudenziale non potrebbero a rigore qualificarsi come autorità indipendenti²⁶⁶.

Per quanto attiene all'oggetto della vigilanza, uno degli studiosi ascoltati ha formulato riserve circa la permanenza di un penetrante controllo di stabilità sulle società di gestione del risparmio²⁶⁷.

Un aspetto specifico emerso nel corso dell'indagine in rapporto all'organo di vigilanza attiene alla struttura del capitale della Banca d'Italia, formato con la partecipazione dei soggetti vigilati che – a differenza del passato – non sono attualmente istituiti a prevalente partecipazione pubblica²⁶⁸. Si è rilevato, in particolare, che ciò influisce sulla composizione del Consiglio superiore della Banca, cui spetta la designazione del Governatore e dei dirigenti di vertice²⁶⁹, tuttavia forniti di guarentigie idonee ad assicurarne l'indipendenza nell'esercizio dell'incarico. Rispondendo a questo proposito, il Governatore della Banca d'Italia ha ricordato che tale assetto proprietario, come quello di altre banche centrali, deriva da un processo storico riflesso nell'articolo 3 dello Statuto della Banca, di cui al regio decreto 11 giugno 1936, n. 1067, norma che può ritenersi per vari aspetti superata, e rispetto alla quale potrebbe ipotizzarsi un maggiore coinvolgimento delle fondazioni bancarie. Il Governatore ha comunque escluso che i riflessi di tale situazione sulla composizione del Consiglio superiore della Banca possano interferire con la funzione di vigilanza e con la determinazione della politica monetaria, atteso che tale organo non ha competenze in queste materie²⁷⁰.

Un rilievo specifico, riferito alle disposizioni del disegno di legge Atto Camera n. 4705 recanti trasferimento del personale della banca d'Italia, è stato formulato dal professor Giuseppe Guarino, il quale ha segnalato possibili conseguenze negative sull'adempimento dei compiti di vigilanza e difficoltà d'integrazione dei soggetti trasferiti nelle nuove funzioni²⁷¹.

²⁶⁵ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 62; p. 87.

²⁶⁶ Audizione del professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 55-56; p. 73.

²⁶⁷ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 42; p. 46.

²⁶⁸ Audizione delle associazioni dei consumatori, seduta del 40 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 29.

²⁶⁹ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 88 (sen. Pedrini).

²⁷⁰ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 37-38 (in risposta ad osservazione dell'on. Tabacchi).

²⁷¹ Audizione del professor Giuseppe Guarino, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 25-26.

9.4. Concorrenza

L'articolo 20 della legge 10 ottobre 1990, n. 287, ha affidato alla Banca d'Italia la vigilanza sul settore del credito in materia di concorrenza, in ragione della conoscenza approfondita degli intermediari e dei mercati da essa maturata. Secondo quanto affermato dal Governatore della Banca d'Italia, tale funzione è esercitata in accordo con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, il cui parere, in ventidue casi su ventitré, è stato conforme a quello della Banca d'Italia.

Il Governatore ha manifestato un'opinione largamente positiva sul rilevante processo di ristrutturazione del sistema bancario sviluppatosi negli anni più recenti, che – grazie all'euro, ma anche all'efficienza del sistema – ha consentito la discesa del costo del credito a breve termine al di sotto del 5 per cento, la riduzione dei crediti inesigibili al 4,6 per cento, mantenendo un elevato coefficiente di solvibilità (11,2 per cento a fronte dell'8 per cento richiesto dagli accordi internazionali). Il Fondo monetario internazionale, in un rapporto in corso di pubblicazione, ha espresso un giudizio altamente soddisfacente, anche nella comparazione con quello attribuito ad altri importanti Stati esteri, sulle norme e sulla prassi di vigilanza²⁷².

L'esistente assetto della vigilanza in materia di concorrenza per il settore bancario è stato tuttavia oggetto di dibattito nel corso delle audizioni, sia in rapporto alla sua corrispondenza con il modello teorico di vigilanza per finalità, sia in relazione alle proposte contenute nel disegno di legge Atto Camera n. 4705.

Ad avviso del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, l'attribuzione di questa competenza all'Autorità medesima appare coerente con l'evoluzione normativa, sempre più ispirata ad una ripartizione di competenze per funzioni, e sana l'anomalia italiana rispetto al contesto europeo e internazionale. Nel corso del tempo, infatti, il riconoscimento della natura imprenditoriale dell'attività creditizia ha ricondotto il settore bancario sotto l'imperio della normativa comunitaria relativa alla concorrenza²⁷³.

La valutazione di intese o abusi posti in essere nell'ambito dei mercati bancari, indipendentemente dal coinvolgimento di soli istituti di credito o di questi con altri soggetti non bancari, deve spettare alla competenza esclusiva dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato,

²⁷² Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 19-21.

²⁷³ Audizione del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 10-11; allegato 1 al documento depositato presso le Commissioni, riguardante la competenza per l'applicazione delle norme sulla concorrenza relativamente al settore bancario nei principali ordinamenti europei e in quello degli Stati Uniti d'America.

con l'eventuale parere non vincolante della Banca d'Italia per ciò che attinga ai profili tecnici del settore²⁷⁴.

Così, le operazioni di concentrazione dovrebbero essere rimesse all'esclusiva valutazione dell'autorità competente in materia di concorrenza, con la previsione di un parere motivato non vincolante da parte dell'organo di vigilanza a garanzia della stabilità del sistema, sulla cui base, se fondato, la prima potrebbe operare una valutazione di proporzionalità²⁷⁵. L'autorità competente in materia di concorrenza dovrebbe essere informata delle operazioni di cui all'articolo 19 del testo unico bancario, qualora non comportino l'acquisizione del controllo dell'impresa bancaria. Per le operazioni che determinino acquisizione del controllo, l'Autorità dovrebbe avere invece poteri esclusivi, salvo il parere non vincolante dell'organo di vigilanza per motivi attinenti alla tutela del risparmio, con esclusivo riferimento alle caratteristiche del mercato di cui si tratta²⁷⁶.

Del resto, secondo lo stesso Presidente, le finalità di concorrenza e di stabilità non comportano conflitto in quest'ambito, posto che la stabilità può essere garantita da un'efficace azione di vigilanza mentre le regole di concorrenza non debbono essere piegate alla tutela di rendite di posizione, ma debbono trovare applicazione in un contesto di mercato aperto e ispirato alla reciprocità a livello europeo²⁷⁷.

Opinioni diversamente articolate sono state formulate a questo riguardo. Vi è stato chi, pur ritenendo opportuno il trasferimento di funzioni all'autorità competente per la concorrenza, ha segnalato che nella ponderazione degli interessi - specialmente in situazioni di crisi - dovrebbe essere privilegiata la stabilità, anche in quanto strumento di tutela del risparmio²⁷⁸. Infatti, una redistribuzione di poteri fra autorità nel senso descritto modifica un indirizzo sin qui osservato, incidendo sul modo di operare del sistema con potenziali rischi di cui il legislatore dev'essere consapevole²⁷⁹.

Possibili conseguenze sono state prefigurate anche in rapporto all'eventuale acquisizione di istituti bancari nazionali da parte di soggetti esteri, con potenziali effetti negativi sul finanziamento delle imprese italiane. Rispondendo ad un'osservazione dell'on. Armani a tale riguardo,

²⁷⁴ Audizione del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 13.

²⁷⁵ Audizione del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 14.

²⁷⁶ Audizione del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 14-17.

²⁷⁷ Audizione del Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, seduta del 29 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12; in senso conforme il professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 53.

²⁷⁸ Audizione del professor Renzo Costi, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 17; Audizione del professor Francesco Capriglione, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 44; p. 77.

²⁷⁹ Audizione del professor Mario Sarcinelli, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 47.

il Governatore della Banca d'Italia ha rilevato che la presenza di grandi operatori bancari e assicurativi esteri nel capitale delle banche è attualmente più elevata in Italia di quanto non sia in altri Stati europei (Germania, Francia, Spagna), ma che in nessun caso tali partecipazioni sono prevalenti²⁸⁰.

Osservazioni specifiche sono state formulate circa il meccanismo di doppia autorizzazione previsto in questa materia dall'articolo 29 del disegno di legge Atto Camera n. 4705, che potrebbe rendere complesso e inefficiente il funzionamento dell'istituto²⁸¹. Per contro, l'ipotesi di sostituire tale formula con una procedura consultiva, in materie di particolare delicatezza e coinvolgenti forti interessi, può esporre i provvedimenti ad impugnazioni fondate su vizi istruttori o sulle divergenze di valutazione formalmente emerse nella dialettica tra gli organi partecipanti al procedimento²⁸².

In relazione alle operazioni di cui all'articolo 19, comma 2, del testo unico bancario si è infine rilevato che per rendere più efficiente il cosiddetto mercato del controllo proprietario, si potrebbe sopprimere il potere di autorizzazione dell'organo di vigilanza o elevare la soglia oltre la quale esso debba operare²⁸³.

9.5. Trasparenza

Sulla base del TUF, il controllo della CONSOB sugli emittenti quotati è un controllo di trasparenza, finalizzato ad assicurare la corretta informazione dei risparmiatori, per un consapevole compimento delle scelte di investimento o disinvestimento. Il parametro di giudizio di tale controllo è la correttezza intesa come completezza, chiarezza, coerenza e adeguatezza delle notizie fornite al mercato.

In concreto, l'intervento della CONSOB si fonda su metodi di campionamento per selezionare gli emittenti e i documenti da esaminare ed è ordinariamente successivo alla diffusione di documenti societari. Queste scelte dipendono anche dal numero di risorse disponibili²⁸⁴.

Il controllo sulla trasparenza dell'informazione, esercitato dalla CONSOB, presuppone il corretto funzionamento dei controlli endosocietari (si veda, sopra, la sezione 5). Come osservato dal Presidente della CONSOB, non spetterebbe invece alla Commissione giudicare della veridicità dell'in-

²⁸⁰ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 29; si veda anche l'audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 60.

²⁸¹ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 47; diversamente, con riguardo alla natura dell'atto, audizione del professor Sabino Cassese, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 7.

²⁸² Audizione del professor Giuseppe Guarino, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 31-34.

²⁸³ Audizione del professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 48-49.

²⁸⁴ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 46.

formazione – un controllo siffatto essendo del tutto incompatibile con i tempi del mercato e rappresentando un *unicum* nel panorama internazionale – né pronunziarsi sul merito o sulla convenienza delle operazioni societarie²⁸⁵. Diverso avviso ha espresso l'Assonime, secondo cui alla CONSOB spetterebbe il compito di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite dagli emittenti quotati e da quelli non quotati i cui titoli siano diffusi tra il pubblico dei risparmiatori. Lo scrutinio della CONSOB includerebbe pertanto la veridicità, anche in ragione del disposto dell'articolo 157, comma 2, del TUF, che conferisce ad essa il potere d'impugnare i bilanci «in ogni caso»²⁸⁶.

La disciplina prevede obblighi informativi che devono essere adempiuti direttamente dalle emittenti, conferendo alla CONSOB poteri di richiesta di diffusione di informazioni ulteriori o di acquisizione di dati e notizie. Riguardo ai primi l'Autorità non svolge solo il compito di verifica dell'esatto assolvimento dell'obbligo ma contribuisce, attraverso il potere regolamentare, a definire un assetto normativo di regole che sia idoneo a soddisfare le esigenze informative del mercato e che sia rapidamente aggiornabile, anche con il contributo degli operatori²⁸⁷.

In relazione alle ipotesi di riassetto, il Presidente della CONSOB, confermando l'apprezzamento per il modello di vigilanza per finalità, ha suggerito di adeguarne alcuni elementi riferiti alla vigilanza sulla trasparenza e correttezza delle gestioni dei fondi comuni, su cui attualmente è contemplata per taluni aspetti soltanto la vigilanza prudenziale, e di estendere l'obbligo di prospetto alle obbligazioni bancarie e degli altri prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione²⁸⁸. In senso favorevole a quest'ipotesi milita l'osservazione formulata dall'Assogestioni, secondo cui prodotti strutturati, nei quali il rapporto fra l'acquirente e la banca o l'assicurazione si configura come mandato più o meno generico di gestione e non come obbligo di restituzione di un importo pari o commisurato a quello ricevuto, postulano un controllo di trasparenza in aggiunta a quello tradizionale di stabilità²⁸⁹. Allo stesso proposito si è per altro osservato che il controllo dell'autorità competente per la trasparenza non potrebbe considerarsi esaustivo rispetto all'emissione di obbligazioni bancarie, in considerazione degli effetti che la loro emissione può avere sulla stabilità degli istituti²⁹⁰. È stata segnalata altresì l'importanza delle disposizioni attualmente contenute nell'articolo 129 del testo

²⁸⁵ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 44-45.

²⁸⁶ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 10.

²⁸⁷ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 45.

²⁸⁸ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 58-59. Si veda, al riguardo, la sezione 4. 3.

²⁸⁹ Audizione dei rappresentanti dell'Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 94.

²⁹⁰ Audizione del professor Renzo Costi, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 13-14.

unico bancario anche sul versante della stabilità dei mercati e della regolazione dei tassi²⁹¹.

Anche secondo i rappresentanti di Assonime dovrebbe essere attribuita all'autorità di vigilanza sui mercati l'applicazione delle regole di trasparenza e di protezione dell'investitore per tutti i prodotti finanziari, con l'esclusione della tutela della stabilità patrimoniale degli intermediari²⁹². È stato suggerito altresì di conferire a tale autorità poteri e mezzi che consentano di verificare tempestivamente, attraverso ispezioni e analisi sistematiche, la qualità e l'attendibilità dei bilanci societari²⁹³.

Una possibilità di rafforzamento dei poteri d'indagine si è ravvisata nel recepimento della direttiva sugli abusi di mercato²⁹⁴. Sul piano dell'attribuzione di poteri ispettivi atti a rendere più efficace l'azione della CONSOB sono stati indicati i seguenti:

- 1) effettuare richieste e disporre ispezioni nei confronti di chiunque;
- 2) richiedere perquisizioni o sequestri;
- 3) richiedere l'accompagnamento coattivo²⁹⁵.

Ulteriori misure sono quelle indicate nella posizione comune raggiunta dal Consiglio dell'Unione europea l'8 dicembre 2003 sulla proposta di direttiva relativa ai servizi d'investimento e ai mercati regolamentati²⁹⁶, tra cui:

- 1) accesso ai dati relativi al traffico telefonico;
- 2) adozione di provvedimenti cautelari anche nella forma dell'inibizione di attività²⁹⁷.

All'autorità potrebbe essere infine conferito il potere di promuovere l'azione civile di responsabilità a tutela degli interessi collettivi²⁹⁸.

²⁹¹ Audizione del professor Giuseppe Guarino, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 30-31; in senso contrario il professor Marco Onado, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 50.

²⁹² Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 10.

²⁹³ Audizione del Governatore della Banca d'Italia, seduta del 27 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 25.

²⁹⁴ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 25-26.

²⁹⁵ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 48; p. 87.

²⁹⁶ 13421/3/03 REV 3.

²⁹⁷ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 53-54.

²⁹⁸ Audizione del professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 55.

Per l'attività di controllo e d'indagine si è avanzata l'ipotesi di forme strutturate di collaborazione con altri organi, compresa la Guardia di finanza, anche mediante la costituzione di apposito nucleo²⁹⁹.

È stata sottolineata da taluno - in relazione ad aspetti del disegno di legge Atto Camera n. 4705 - l'esigenza di sottoporre l'autorità al principio di legalità con la precisa definizione di destinatari, finalità, forme procedurali ed effetti dell'esercizio dei poteri normativi e amministrativi ad essa conferiti³⁰⁰. Da Assogestioni è stato formulato il suggerimento d'integrare i soggetti interessati, anche attraverso il coinvolgimento consultivo delle rappresentanze di categoria, nel processo di produzione delle norme secondarie³⁰¹. Analogamente, i rappresentanti dell'Assonime hanno proposto, correlativamente al rafforzamento dei poteri sanzionatori, la previsione di effettive possibilità di partecipazione e contraddittorio tra tutte le parti coinvolte nei procedimenti, con integrale pubblicazione delle regole procedurali dell'autorità, come avviene per l'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Inoltre, la fase istruttoria e la fase decisionale dovrebbero essere separate, evitando che i soggetti responsabili della prima partecipino alla successiva. L'esercizio efficace di più penetranti poteri da parte della CONSOB presuppone, inoltre, rafforzate garanzie d'indipendenza rispetto all'esecutivo, e meccanismi rinforzati di responsabilità nei confronti del Parlamento³⁰².

Si è segnalato che la consistenza dell'organico della CONSOB è molto ridotta e rappresenta un vincolo obiettivo alla definizione di un assetto organizzativo adeguato. La difficoltà è aggravata, ad avviso del Presidente dell'autorità, dall'esodo di personale esperto, che dovrebbe essere acquisito e conservato mediante retribuzioni adeguate ai livelli di mercato. Accanto al rafforzamento degli organici, potrebbe valutarsi la temporanea applicazione di magistrati attraverso *stage*³⁰³.

10. Sistema sanzionatorio e interventi sulla giurisdizione

Il sistema sanzionatorio rappresenta lo strumento per inverare e rendere effettive le funzioni di controllo che, senza il presidio di esso, rimane di necessità imperfetto. Nell'ambito qui considerato, attese la varietà e la

²⁹⁹ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 60; p. 106; p. 109 (on. Mancuso); p. 122. Sulle attuali competenze della Guardia di finanza si veda l'audizione del comandante generale, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 5-10; sulle ipotesi di estensione delle attribuzioni del Corpo, *ivi*, p. 12; pp. 20-22; su possibili conseguenze negative, audizione del professor Giuseppe Guarino, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 26-27.

³⁰⁰ Audizione del professor Sabino Cassese, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 6-7.

³⁰¹ Audizione dei rappresentanti di Assogestioni, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 92.

³⁰² Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 11.

³⁰³ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 56-58; p. 87.

complessità delle situazioni e delle condotte illecite che possono prefigurarsi e la diversa posizione dei soggetti che vi possono risultare coinvolti, appare necessaria un'ampia graduazione di misure – alcune delle quali già segnalate nella sezione precedente – il cui opportuno impiego consenta alle competenti autorità di esercitare, ove non siano sufficienti le attività di controllo e prevenzione, interventi repressivi pronti ed efficaci.

Secondo quanto segnalato dal Presidente della CONSOB, le sanzioni amministrative pecuniarie attualmente previste si sono rivelate inefficaci per i seguenti motivi:

- 1) ridotta entità;
- 2) lentezza delle procedure d'irrogazione;
- 3) scarsa pubblicità delle sanzioni (in caso di oblazione in misura ridotta) e dei risultati degli accertamenti.

Sarebbe utile anche l'estensione delle sanzioni di tipo interdittivo o incidente sulla reputazione dei soggetti³⁰⁴.

Anche il Presidente dell'ISVAP ha segnalato che i poteri sanzionatori attribuiti all'Istituto risultano datati, essendo previste sanzioni d'importo insufficiente a costituire un vero deterrente verso comportamenti difformi³⁰⁵.

La possibilità d'irrogare sanzioni di tipo pubblico – incidenti cioè sulla reputazione dei soggetti colpiti – anche da parte della società di gestione del mercato è stata sollecitata dai rappresentanti di Borsa italiana SpA³⁰⁶.

Più complesso è il riferimento alle sanzioni penali, che hanno costituito recentemente l'oggetto di una riforma, da talune parti criticata perché ritenuta ispiratrice di condotte irregolari, che ha per altro introdotto nuove fattispecie sanzionatorie³⁰⁷. Sotto questo riguardo, la cronologia dei fatti che hanno condotto ai recenti dissesti esclude che le modifiche legislative dell'ultimo periodo possano avere indotto comportamenti illegali o favorito aspettative d'impunità, giacché i reati su cui la magistratura sta indagando si sono consumati sotto l'imperio delle norme precedentemente in vigore.

Nondimeno, da più parti è stata segnalata l'esigenza di interventi che rafforzino la tutela penale sui diversi piani qui considerati.

Il Ministro dell'economia e delle finanze ha segnalato per primo l'esigenza di rafforzamento delle sanzioni in materia societaria, assistito

³⁰⁴ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 48-49; in senso conforme l'audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 26.

³⁰⁵ Audizione del Presidente dell'ISVAP, seduta del 30 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 49.

³⁰⁶ Audizione dei rappresentanti di Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 41.

³⁰⁷ Si veda al riguardo l'audizione del sottosegretario di Stato per la giustizia Michele Vietti, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 62-63.

da sanzioni accessorie consistenti nella sospensione o decadenza dalle cariche, nella pubblicità delle misure afflittive e nella confisca dei beni³⁰⁸.

Così, i rappresentanti di Confindustria hanno insistito sull'esigenza di aumentare il livello delle sanzioni sia detentive sia, soprattutto, pecuniarie previste a carico delle persone fisiche autrici dei reati, unitamente a meccanismi volti ad agevolare il risarcimento del danno arrecato. Il rafforzamento dei meccanismi sanzionatori dovrebbe essere esteso a tutti i casi di falsificazione delle comunicazioni delle società. Ad avviso di questa Confederazione, dovrebbero essere aggravate anche le sanzioni, introdotte dalle nuove norme di diritto penale societario, per comportamenti diretti ad ostacolare l'efficace svolgimento dei controlli sia da parte delle società di revisione sia delle autorità di vigilanza, così da assicurare un concreto effetto deterrente. Il rafforzamento dell'impianto sanzionatorio dovrebbe pertanto essere altresì esteso ai reati d'impedito controllo da parte della società di revisione e di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza³⁰⁹.

Analoga posizione ha espresso l'Assonime, secondo cui la disciplina della responsabilità degli amministratori appare nel complesso adeguata, mentre sarebbe meritevole di revisione quella sugli illeciti penali e amministrativi. Le pene previste per i reati di false comunicazioni sociali, falso in prospetto e falsità nelle relazioni e nelle comunicazioni delle società di revisione appaiono insufficienti, anche per gli effetti sui termini di prescrizione, connessi alla lentezza dei procedimenti giurisdizionali. La previsione di soglie quantitative di esclusione della punibilità per il reato di false comunicazioni sociali andrebbe eliminata perché suscettibile di minare la percezione dell'illegalità del comportamento³¹⁰.

Il presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, pur apprezzando la trasformazione del falso in bilancio da reato di pericolo a reato di danno, ha convenuto circa l'opportunità di prevedere pene più severe, con misure premiali per chi denunci i reati finanziari³¹¹.

Si potrebbe altresì prevedere, quale sanzione nei confronti degli amministratori per i casi di informazioni ingannevoli, l'interdizione dall'incarico di amministratore nell'intera Unione europea³¹², mentre si è già detto, con riferimento alle società di revisione, della proposta di rimodulazione

³⁰⁸ Audizione del Ministro dell'economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 17.

³⁰⁹ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 13-15; audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 24; si veda anche il documento consegnato alle Commissioni nella seduta del 16 febbraio 2004 dai rappresentanti dell'UGL, p. 7.

³¹⁰ Audizione dei rappresentanti dell'Assonime, seduta del 3 febbraio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 5-6.

³¹¹ Audizione del Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, seduta del 10 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 136.

³¹² Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 32.

del sistema sanzionatorio con maggiore graduazione e la possibilità di misure cautelari³¹³.

A garanzia della correttezza della rappresentazione dei fatti contabili è stata suggerita la previsione di una specifica responsabilità penale a carico dei dirigenti degli uffici amministrativi e contabili per l'incompletezza o la falsità dei documenti da essi prodotti o utilizzati per predisporre il bilancio e per la scorretta tenuta delle scritture³¹⁴. In diverso ambito, anche la reintroduzione del mendacio bancario potrebbe rappresentare un utile deterrente, benché tale reato, prima della sua abolizione, sia stato raramente contestato³¹⁵.

Per quanto attiene al reato di documento al risparmio previsto dall'articolo 44 del disegno di legge Atto Camera n. 4705, è stata segnalata la necessità di meglio definirne la struttura³¹⁶.

Connessa all'esercizio delle funzioni statuali, non solo a fini sanzionatori, risulta la richiesta da più parti avanzata di considerare l'istituzione di sezioni specializzate in materia societaria presso gli organi giurisdizionali³¹⁷, anche limitatamente a sedi opportunamente individuate³¹⁸, unitamente alla rimodulazione dei poteri sospensivi del giudice amministrativo³¹⁹. Il sottosegretario di Stato per la giustizia Michele Vietti ha espresso l'avviso che la previsione di una giurisdizione specializzata sarebbe congruente con il rito proprio introdotto per le controversie societarie dal decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 5³²⁰.

L'azione collettiva potrebbe rappresentare un utile deterrente, ove consentita al di sopra di certe dimensioni, per evitarne un uso improprio³²¹. In alternativa, potrebbero prevedersi forme di concilia-

³¹³ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 55.

³¹⁴ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 23.

³¹⁵ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 43-44.

³¹⁶ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 28; audizione del professor Mario Sarcinelli, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 49.

³¹⁷ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p.27; p. 32.

³¹⁸ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, p. 22; audizione del professor Renzo Costi, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 19.

³¹⁹ Audizione dei rappresentanti di Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 40.

³²⁰ Audizione del sottosegretario di Stato per la giustizia Michele Vietti, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 86.

³²¹ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 44; la richiesta di introdurre forme di *class action* è stata avanzata nelle audizioni delle associazioni dei consumatori, seduta del 30 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 12; p. 26, e delle organizzazioni sindacali, seduta del 16 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 27. I rappresentanti dell'ANIA, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 29, hanno segnalato la necessità di definire correttamente la nozione di «classe» e i connessi rischi di estensione della conflittualità.

zione³²², ovvero – come già accennato – un’azione di responsabilità promossa dall’autorità pubblica di vigilanza³²³, ritenuta idonea a surrogare forme di *class action* sulla cui trasponibilità nel nostro ordinamento sono state da talune parti avanzate riserve.

11. I sistemi di risarcimento dei risparmiatori

La vigente legislazione contempla sistemi di garanzia nei settori bancario e dell’intermediazione finanziaria, destinati ad assicurare la soddisfazione degli impegni assunti dagli intermediari nei riguardi dei clienti. Non sono tuttavia previste forme di tutela amministrativa nei riguardi delle perdite derivanti da investimenti sui mercati finanziari, mentre la tutela degli acquirenti di titoli nei riguardi di emittenti insolventi è rimessa alle azioni risarcitorie o alle procedure concorsuali previste dall’ordinamento.

Il numero dei risparmiatori coinvolti nelle recenti vicende e l’entità complessiva delle perdite subite hanno indotto tuttavia una riflessione circa la possibilità di prevedere forme ulteriori di risarcimento. Iniziative in tal senso sono state sollecitate con forza dalle associazioni dei consumatori, alcune delle quali hanno opportunamente precisato che la copertura non dovrebbe riguardare qualsiasi rischio, ma solo il danno prodotto da informazioni ingannevoli³²⁴: infatti, nell’investimento dev’essere garantita la parità fra le parti, e il rischio rimane a carico dell’investitore, non potendo essere traslato su altri soggetti (ad esempio l’amministrazione di controllo), laddove in caso di accertato raggiro occorre mettere in atto idonei rimedi giuridici³²⁵.

Il Ministro dell’economia e delle finanze ha prospettato nella sua audizione la possibilità di adottare un sistema di copertura mutualistica fra gli intermediari per l’indennizzo dei danni patrimoniali subiti dai risparmiatori a seguito di abusi degli intermediari stessi, ferma restando la possibilità di azione per la responsabilità dei soggetti interessati. Si esclude l’istituzione di un fondo finanziato a carico della fiscalità generale³²⁶.

La previsione di forme di ristoro rigorosamente determinate – fuori da ipotesi impraticabili come l’estensione alle obbligazioni delle garanzie previste per i depositi bancari – potrebbe rispondere non solo alla finalità etica riferita alla difesa del piccolo risparmiatore o alle ragioni costituzionali di protezione del risparmio, ma anche a considerazioni di carattere economico, la ricchezza fondamentale del sistema finanziario – come ricordato dal Ministro delle politiche comunitarie – essendo costituita dalla

³²² Audizione del professor Francesco Capriglione, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 40.

³²³ Audizione del professor Gustavo Visentini, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 55.

³²⁴ Audizione delle associazioni dei consumatori, seduta del 30 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 6; p. 8; pp. 11-12; p. 14; p. 30.

³²⁵ Audizione del professor Francesco Capriglione, seduta del 13 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 36-37.

³²⁶ Audizione del Ministro dell’economia e delle finanze, seduta del 15 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 17; pp. 44-45.

fiducia³²⁷. Il Presidente della CONSOB ha convenuto che un recupero di fiducia presso i risparmiatori potrebbe essere favorito dall'introduzione di un sistema mutualistico il quale consentirebbe il ristoro di taluni danni, prescindendo dall'accertamento di colpa o dolo nella condotta degli intermediari³²⁸.

Al di là delle iniziative annunziate dalle banche interessate ai recenti fatti, l'ABI ha proposto l'istituzione di un fondo destinato a ristorare i consumatori o i creditori che abbiano subito un danno ingiusto dall'illecito imputato alla società. Il fondo sarebbe finanziato mediante la devoluzione allo stesso dell'ammontare delle sanzioni pecuniarie irrogate alla società in relazione al reato commesso. Si tratterebbe di un meccanismo di finanziamento diverso da quello previsto per il sistema d'indennizzo prefigurato dall'articolo 42 del disegno di legge Atto Camera n. 4705 che, ripartendo sull'intero sistema bancario i danni causati dal singolo intermediario, finirebbe per dar vita ad un'ipotesi di responsabilità oggettiva sconosciuta all'ordinamento, con rilevanti rischi di *moral hazard* da parte degli intermediari³²⁹.

È stata d'altronde segnalata l'esigenza di un sistema di controllo che elimini gli automatismi del sistema mutualistico per non provocare casi di deresponsabilizzazione degli intermediari o di «azzardo morale» da parte degli investitori, altrimenti indotti a nutrire improprie aspettative di protezione dal rischio³³⁰.

La possibilità di ricorrere a forme assicurative è stata invece esclusa dai rappresentanti dell'ANIA, che hanno ricordato come, per principio generale, il caso di frode rimanga escluso dalla garanzia del rischio³³¹.

12. Le procedure fallimentari

Un argomento che, quantunque estraneo all'iniziale impostazione dell'indagine, è stato toccato da alcuni dei soggetti ascoltati e merita dunque di essere preso sia pur sommariamente in considerazione in questo documento è rappresentato dalla gestione delle situazioni di crisi industriale. È stato infatti da più parti segnalato che l'attuale ordinamento non appresta strumenti idonei a promuovere, laddove possibile, la salvaguardia dei valori produttivi e dell'occupazione, per ottenere i quali risulta necessario ricorrere a procedure straordinarie o derogatorie, com'è accaduto ancora una volta nei recenti dissesti.

³²⁷ Audizione del Ministro delle politiche comunitarie, seduta del 12 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 41; pp. 44-45.

³²⁸ Audizione del Presidente della CONSOB, seduta del 20 gennaio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 84.

³²⁹ Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 26-27.

³³⁰ Audizione del professor Renzo Costi, seduta del 9 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 18; audizione dei rappresentanti di Borsa italiana SpA, seduta del 10 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 40.

³³¹ Audizione dei rappresentanti dell'ANIA, seduta del 17 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 28.

L'ABI ha sollecitato a questo fine un intervento sostanziale di riforma delle procedure concorsuali e di revisione globale della legge fallimentare, prefigurando procedure di risanamento giudiziali e stragiudiziali efficienti e favorendo soluzioni concordate della crisi³³².

Anche ad avviso della Confindustria, il dissesto della Parmalat induce ad un'approfondita riflessione sull'efficacia delle procedure predisposte dal nostro ordinamento per affrontare le situazioni di crisi dell'impresa. Tale Confederazione non condivide tuttavia l'opinione dei fautori di un intervento più pregnante del giudice nella procedura e dell'introduzione di più gravi sanzioni a carico del debitore: i casi di frode debbono essere sanzionati penalmente e a tal proposito appare adeguata la soluzione proposta dalla Commissione di riforma del diritto fallimentare istituita presso il Ministero della giustizia, ma non è opportuno appesantire le procedure di crisi affidandole ai magistrati, né mantenere le attuali sanzioni civili a carico dell'imprenditore fallito. Essa chiede invece procedure di risanamento che privilegino gli accordi con i creditori per una rapida soluzione della crisi, e delle quali cui il giudice verifichi la sola regolarità formale. Soltanto quando la situazione di crisi è insanabile si giustificerebbe, ad avviso della Confindustria, un più incisivo intervento del giudice³³³.

Una riforma dovrebbe fornire inoltre adeguati strumenti che rendano conveniente per l'imprenditore dichiarare tempestivamente il proprio stato di crisi. A questo stesso fine il Ministro delle attività produttive ha annunciato misure volte a consentire all'autorità amministrativa di cogliere i sintomi di crisi attraverso un controllo sulla situazione delle imprese che consenta interventi preventivi atti ad evitare conseguenze dannose sul piano economico e sociale³³⁴.

CONCLUSIONI

13. Osservazioni conclusive

13.1. Premessa

Come risulta dal confronto con i casi verificatisi altrove, in Europa e negli Stati Uniti d'America, le vicende italiane confermano la complessità di problemi che, per l'interazione fra i comportamenti di soggetti operanti globalmente sui mercati finanziari mondiali, esigono interventi coordinati sia nella legislazione interna sia sul piano degli organismi sovranazionali e della cooperazione internazionale fra gli Stati.

³³² Audizione dei rappresentanti dell'ABI, seduta del 5 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, pp. 29-30.

³³³ Audizione dei rappresentanti della Confindustria, seduta del 22 gennaio 2004, documento consegnato alle Commissioni, pp. 22-24.

³³⁴ Audizione del Ministro delle attività produttive, seduta del 12 febbraio 2004, *Resoconto stenografico*, p. 7.

Per quanto specificamente riguarda la situazione italiana, pur nell'eccezionalità delle condotte fraudolente individuate, e in particolare per la grave e prolungata violazione delle regole da parte di amministratori e dirigenti delle società interessate, le cui responsabilità sono in via di accertamento dalle competenti autorità, l'entità delle perdite derivate dall'insolvenza dei due gruppi societari emittenti, il danno per le imprese italiane che intendano fare ricorso ai mercati finanziari e il più complessivo nocuo all'immagine del Paese impone di adottare sollecitamente misure atte a ristabilire la fiducia turbata ed a prevenire, per quanto possibile, il ripetersi nel futuro di episodi come questi.

Per quanto riguarda i risultati dell'indagine svolta dalle Commissioni parlamentari, suscita grave preoccupazione il fatto che le responsabilità emerse appaiono diffuse a tutti i livelli. Con ciò non si intendono confondere responsabilità penali oggetto delle indagini della magistratura nei riguardi di coloro che hanno organizzato le truffe o le hanno coperte traendone cospicui vantaggi, con ritardi e inadeguatezza della reazione degli organi di vigilanza di fronte ai primi segnali di allarme. Questa conclusione induce a mettere allo studio una vasta serie di correttivi di carattere legislativo ed organizzativo e impone anche di dare segnali decisi di un cambiamento di rotta, prestando nel contempo la dovuta attenzione affinché venga meglio regolamentato ma non disincentivato il ricorso al finanziamento obbligazionario da parte delle imprese che costituisce un fattore di modernizzazione del mercato finanziario.

Il ricorso allo strumento del prestito obbligazionario va infatti tutelato come mezzo fondamentale per lo sviluppo delle imprese, nonché per ristabilire un indispensabile clima di fiducia tra i risparmiatori, le società emittenti e le banche collocatrici dei titoli stessi.

I rischi di ripercussioni negative, dirette e indirette, sui mercati finanziari italiani causati dai casi di *default* sono numerosi: la stretta creditizia nei confronti delle imprese in difficoltà causata dalla maggiore cautela delle banche ad accordare loro linee di finanziamento; la crescente difficoltà di approvvigionamento mediante capitale di debito per le imprese; la diffusa diffidenza dei risparmiatori nei confronti dell'investimento in titoli azionari. Tali fattori di crisi richiedono interventi diretti a salvaguardia del mercato obbligazionario.

Con riguardo ai risultati dell'indagine, risulta manifesto, in primo luogo, che le strutture di controllo interne e i collegi sindacali delle due società Parmalat e Cirio, non hanno prevenuto, accertato e segnalato le irregolarità commesse dagli organi di gestione anche attraverso il ricorso alla falsificazione di documenti e alla costruzione di una complessa e opaca rete di rapporti tra consociate, né hanno impedito la diffusione di false rappresentazioni della realtà societaria attraverso i bilanci e le altre comunicazioni dirette al mercato.

Non meno evidente è che i responsabili delle società di revisione hanno certificato i bilanci medesimi senza riconoscere le alterazioni in essi contenute, in ciò facendo venir meno un presidio fondamentale posto a tutela dei risparmiatori e dei mercati finanziari.

Risulta inoltre che i soggetti professionalmente operanti nel settore dell'analisi e della valutazione economico-finanziaria sono stati sviati dalla falsità di quanto rappresentato nei documenti presi a fondamento per la loro attività, pur in presenza di indizi che avrebbero potuto e dovuto suscitare attenzione. Occorrerà a questo riguardo che venga chiarito – con il contributo fondamentale che potrà provenire dalle indagini giudiziarie in corso – la posizione di alcuni istituti di credito sia nei rapporti con le suddette imprese, sia rispetto alla formazione delle decisioni d'investimento dei risparmiatori.

L'osservazione che desta maggiore preoccupazione e che accomuna tutti i casi citati è che nessuno dei presidi a tutela del sistema, sia pure con diversa gradualità, abbia funzionato: non hanno funzionato certamente i controlli interni alle imprese, né quelli di competenza delle autorità di vigilanza, con riferimento a talune attività inerenti il mercato finanziario e al comportamento di alcune singole banche.

Ciò obbliga il legislatore ad interrogarsi sull'adeguatezza dell'organizzazione e dell'assetto di competenze e poteri che presiede all'esercizio di funzioni fondamentali per assicurare il rispetto della legge, la fiducia degli operatori e dei mercati, la corretta formazione delle scelte d'investimento e la tutela del risparmio impiegato in queste attività.

13.2. *La riforma dei controlli societari*

13.2.1. *L'integrazione dei mercati finanziari e il governo societario*

Nell'ultimo quinquennio l'architettura finanziaria internazionale ha subito radicali trasformazioni: la crescente finanziarizzazione dell'economia, l'attivismo delle banche universali in campo finanziario e l'esplosione dei mercati borsistici – supportata nel vecchio continente dalla stabilità monetaria dell'euro e dall'andamento al ribasso dei tassi di interesse – hanno innescato un poderoso processo di convergenza e integrazione delle regole in materia societaria, creditizia e finanziaria.

L'adozione dei principi contabili internazionali (*International accounting standards*), il nuovo Accordo di Basilea sui requisiti minimi patrimoniali, la vigilanza e la trasparenza delle banche nell'esercizio della funzione del credito, la vasta produzione normativa comunitaria in tema di diritto societario, mercati e servizi finanziari, bancari, assicurativi e di investimento, così come l'adozione nei mercati borsistici di codici di autodisciplina ispirati alle *best practice* internazionali di governo societario, testimoniano chiaramente questo processo di «standardizzazione» della regolazione di mercato.

È, infatti, la stessa integrazione dei mercati finanziari ad esigere nuovi assetti regolatori all'altezza della dimensione sovranazionale dei mercati medesimi, e dei nuovi problemi di stabilità finanziaria che da essa discendono.

La tendenza, in atto, ad una maggiore armonizzazione normativa si configura anche come una reazione ai recenti *crack* finanziari, alle bolle speculative, e, più in generale, alle fragilità sistemiche che sono emerse a livello internazionale negli ultimi anni.

La sempre più sofisticata articolazione delle piramidi societarie e l'operatività internazionale dei grandi gruppi industriali e dei conglomerati finanziari polifunzionali, impostata su logiche di *tax-planning* e di convenienza fiscale-legale (i cosiddetti paradisi fiscali), hanno evidenziato, in particolare, l'esigenza di rafforzare e coordinare il sistema dei controlli a presidio della stabilità, della trasparenza e della concorrenzialità del mercato medesimo.

Per quanto concerne, segnatamente, il mercato finanziario italiano – pur permanendo i connotati tipici di un sistema ancora fortemente bancario e con accentuati intrecci tra banche e imprese – a partire dall'introduzione dell'euro si è registrata una progressiva diversificazione degli strumenti di finanziamento delle imprese, con il crescente ricorso all'emissione di titoli obbligazionari.

A questa fase di transizione verso un sistema finanziario maggiormente orientato al mercato, non ha fatto seguito, tuttavia, né un adeguato approfondimento della cultura finanziaria delle imprese, né un adeguato rafforzamento del sistema delle tutele per i risparmiatori e gli investitori nei gruppi societari che fanno appello al pubblico risparmio.

Nel dibattito sui recenti scandali finanziari sono emersi, infatti, i limiti di un assetto di *corporate governance* incentrato prevalentemente sulla regolazione dei rapporti tra gli azionisti e gli amministratori, da cui deriva un sistema restio a garantire una autentica dialettica endosocietaria tra il socio di controllo e gli altri *stakeholders*, azionisti di minoranza, investitori e risparmiatori.

Nel processo di transizione da un capitalismo protetto a carattere familiare, quale quello italiano, ad un sistema aperto al mercato dei capitali di rischio e alle «creative» opportunità della finanza globale, l'attuale assetto regolamentare, anche sotto il profilo dei controlli interni ed esterni, non sembra ancora sufficientemente incentrato sulla tutela dell'investitore, ancor più se si considerano le nuove e più ampie possibilità di finanziamento e di indebitamento delle società verso i terzi introdotte dalla riforma del diritto societario.

I recenti scandali finanziari dimostrano come anche l'adesione volontaria delle imprese quotate alle *best practice* internazionali dei codici di autodisciplina, se non è supportata da una adeguata trasparenza della catena informativa societaria, e dunque da puntuali obblighi giuridici di pubblicità e conseguenti poteri sanzionatori dell'autorità di vigilanza, possa addirittura ingigantire le asimmetrie informative del mercato (e quindi anche le dimensioni di eventuali *default*).

La presenza di un articolato sistema di controlli interni, fondati sulla presenza maggioritaria di amministratori indipendenti, prevista dal Codice Preda che non ha alcuna vincolatività giuridica e da cui non dipende l'ammissione e la permanenza in un mercato regolamentato, non appare suffi-

ciente a garantire quella dialettica societaria indispensabile al buon andamento dell'impresa.

Lo stesso requisito dell'indipendenza degli amministratori, se non adeguatamente tipizzato, in via legislativa o regolamentare, rischia di ridursi ad una mera petizione di principio, essendo gli stessi amministratori indipendenti individuati dal socio di maggioranza, o comunque dal gruppo di comando dell'impresa.

13.2.2. La riforma dei controlli interni

Mentre la tutela del risparmio bancario è realizzata attraverso la vigilanza sulla sana e prudente gestione degli intermediari, la tutela del risparmio raccolto dalle imprese è affidata ai controlli interni sulla gestione delle imprese e alla sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria.

I controlli operati da organismi interni all'impresa, in grado di acquisire una puntuale e tempestiva conoscenza delle politiche aziendali e dei risultati economici, rappresentano il primo presidio al fine di evitare che comportamenti fraudolenti abbiano luogo e si ripetano, compromettendo la stabilità aziendale. Malfunzionamenti, o peggio omissioni o complicità, creano le condizioni per comportamenti fraudolenti da parte dei vertici societari; vengono distorte le valutazioni degli analisti e le decisioni degli investitori.

Per tutelare questi ultimi ed evitare ulteriori «fallimenti del mercato» è necessario, dunque, potenziare l'efficacia dei meccanismi di controllo endosocietario, favorendo la dialettica rappresentativa all'interno della compagine societaria, sia attraverso un rafforzamento del ruolo di controllo degli azionisti di minoranza, sia mediante un maggiore coinvolgimento – come già possibile nell'ambito dell'autonomia statutaria –, degli investitori istituzionali e dei rappresentanti dei titolari degli strumenti finanziari emessi dalla società per il mercato o assegnati ai dipendenti.

Il primo ed essenziale presupposto per la trasparenza informativa nei riguardi del mercato è dato dalla presenza di organi di controllo realmente indipendenti all'interno delle imprese aperte al mercato dei capitali.

È questo l'intendimento sotteso alla recente riforma del diritto societario, ispirata ad un riconoscimento di una maggiore flessibilità e semplificazione per le società «chiuse», e ad un contestuale rafforzamento dei presidi di trasparenza e controllo nelle società «aperte» ai capitali di rischio.

Le recentissime modifiche al TUF (in vigore dal 29 febbraio 2004), di adeguamento delle disposizioni del testo unico ai nuovi modelli alternativi di amministrazione e controllo introdotti dalla riforma del diritto societario, hanno, infatti, rafforzato il regime delle incompatibilità e dei poteri ispettivi degli organi di controllo interno, estendendo al contempo gli obblighi informativi degli amministratori agli organi di controllo anche

alle operazioni influenzate dal soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento.

Nonostante tali condivisibili interventi, la disciplina speciale delle Spa quotate nei mercati regolamentati pone ancora problematiche irrisolte in ordine alla funzionalità dei nuovi modelli di amministrazione e controllo nella prevenzione dei possibili conflitti di interesse, sia con riferimento agli organi di controllo interno, scelti dal medesimo socio di controllo che nomina gli amministratori, sia in relazione alla posizione dei revisori contabili, anch'essi individuati dal socio di controllo e potenzialmente interessati a rapporti di consulenza.

Alla luce delle inefficienze riscontrate nei meccanismi di controllo endosocietario, assumendo a riferimento il modello di amministrazione e controllo tradizionale, le Commissioni ritengono auspicabile l'introduzione di ulteriori garanzie a presidio dell'indipendenza, dell'efficienza e della trasparenza dell'operato degli organi di controllo interno, valutando favorevolmente un intervento correttivo in materia di diritto societario diretto a:

estendere alle società non quotate che ricorrono al pubblico risparmio la disposizione di cui all'attuale articolo 148, comma 2, del TUF, in base al quale l'atto costitutivo delle Spa deve contenere clausole necessarie ad assicurare che un membro effettivo del collegio sindacale, e dei corrispondenti organi di controllo nei modelli alternativi (o due nel caso di collegio composto da più di tre membri), sia eletto dalla minoranza azionaria;

nelle società quotate, attribuire una maggiore rappresentatività alla minoranza azionaria nella nomina dei membri effettivi del collegio sindacale, allo scopo di rendere più efficace il ruolo di controllo di tale organismo;

attribuire alla CONSOB il potere di stabilire il numero massimo di cariche che uno stesso soggetto può ricoprire come membro di organi di controllo di società quotate, o di società facenti parte dello stesso gruppo di una società quotata;

rafforzare i profili di controllo contabile del collegio sindacale, oggi venuti meno nelle società tenute al bilancio consolidato che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, trasformando il collegio nell'organo di raccordo con la società di revisione e nell'interlocutore privilegiato dell'autorità di vigilanza; a tal fine si potrebbe rendere vincolante il parere che il Collegio sindacale deve rendere ai sensi dell'articolo 159 del TUF per la nomina della società di revisione e si potrebbero determinare criteri più stringenti di incompatibilità, rotazione, durata e remunerazione, seguendo la raccomandazione 2002/590/CE della Commissione del 16 maggio 2002 in materia di indipendenza dei revisori legali dei conti;

accrescere l'efficacia dei poteri di ispezione e controllo dei sindaci, attribuendogli il potere di richiedere direttamente a terzi, senza il tramite della società, informazioni su operazioni poste in essere dagli amministratori;

rendere obbligatoria, per le società quotate e per quelle che eccedono determinate soglie di fatturato e patrimonio netto o che emettono strumenti finanziari, la costituzione di una struttura di *auditing* interno rapportato alle dimensioni della società;

legittimare i sindaci a proporre l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori, in favore della società, ed eventualmente a presentare denuncia al tribunale in caso di gravi irregolarità di gestione degli amministratori, prescindendo dal danno potenziale alla società o alle sue controllate;

rafforzare la garanzia di indipendenza dei membri del collegio, precludendo al sindaco qualsiasi attività di consulenza, diretta o indiretta, nelle società sottoposte a controllo; al riguardo andrebbe assicurata l'effettiva applicazione della disposizione del TUF, recentemente introdotta, diretta ad introdurre tra le cause di decadenza dall'ufficio la presenza di rapporti di natura patrimoniale suscettibili di compromettere l'indipendenza del sindaco;

rafforzare l'obbligo, a carico dell'organo di controllo, di segnalare tempestivamente all'autorità di vigilanza eventuali irregolarità nella gestione, prevedendo adeguate sanzioni in caso di inerzia;

introdurre adeguate forme di pubblicità del numero degli incarichi assunti dai componenti degli organi di controllo in altre società, demandando all'autorità di vigilanza il potere di fissare un limite massimo al numero degli incarichi;

prevedere una specifica responsabilità personale, di natura penale, in capo ai dirigenti degli uffici amministrativi, contabili e finanziari per la incompletezza e la non veridicità dei documenti da essi prodotti o utilizzati per predisporre il bilancio e per il caso di non corretta tenuta delle scritture.

Nella prospettiva sin qui adottata di un rafforzamento della dialettica intrasocietaria, si innestano ulteriori proposte dirette a rafforzare ulteriormente il ruolo degli azionisti di minoranza.

A tale riguardo, è stata sottolineata, ad esempio, la possibilità di conferire alla minoranza azionaria la facoltà di nominare uno o due membri del consiglio di amministrazione, a seconda del numero dei componenti dell'organo.

Nella medesima direzione, è opportuno valutare con attenzione la possibilità di abbassare la soglia, attualmente fissata nel 5 per cento del capitale sociale, per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

In proposito, il meccanismo del voto di lista, previsto per l'elezione dei membri del collegio sindacale, potrebbe utilmente estendersi anche ai componenti del Consiglio di amministrazione, ferma restando in tal caso l'esigenza di non consentire all'autonomia statutaria la fissazione di *quorum* eccessivamente elevati, i quali ostacolerebbero di fatto la presentazione delle liste nelle numerose imprese aperte al mercato con compagini sociali molto articolate; sotto altro profilo, un rafforzamento dei poteri

delle minoranze per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità dovrebbe comunque tenere conto dell'esigenza di non accentuare le possibilità di conflitto e di uso strumentale dei poteri delle minoranze azionarie all'interno delle compagini societarie.

13.2.3. Il ruolo dell'autodisciplina di mercato

Oltre alle linee di riforma prospettate, le Commissioni ritengono essenziale intervenire anche in relazione ai principi di *corporate governance* stabiliti nel Codice di autodisciplina delle società quotate.

In esso si rinvencono elementi di grande qualità dal punto di vista della trasparenza, che consentono alle società di aumentare la propria affidabilità per gli investitori attraverso l'applicazione di un avanzato modello organizzativo societario.

Le Commissioni ritengono, pertanto, che alcuni principi del cosiddetto Codice Preda di maggior rilievo, come quelli inerenti il ruolo del Consiglio di amministrazione e del comitato per i controlli interni, l'informativa ai consiglieri e la trasparenza delle operazioni con parti correlate, possano essere recepiti o comunque considerati nell'ordinamento giuridico.

Ciò che appare fondamentale, tuttavia - alla luce di quanto sopra esposto in relazione al ruolo di orientamento del mercato che ha assunto l'autodisciplina - è garantire una maggiore pubblicità delle modalità concrete di adesione ai principi del Codice Preda.

I recenti scandali finanziari testimoniano, infatti, come l'attuale assetto, nel quale le istruzioni di borsa vincolano le società quotate ad informare il mercato sull'applicazione delle raccomandazioni del Codice e sulle motivazioni di un eventuale scostamento dalle stesse, non appaia sufficiente a garantire un corretto e trasparente funzionamento dei mercati finanziari, ma sia viceversa foriero di possibili effetti distorsivi in assenza di un sistema di controlli e di sanzioni in ordine alla veridicità delle informazioni fornite al mercato.

Al fine di introdurre più adeguati meccanismi informativi per gli investitori circa l'effettiva attuazione da parte delle imprese delle regole del codice di autodisciplina, le Commissioni, pur salvaguardando il principio dell'autoregolamentazione, valutano positivamente l'introduzione, in via legislativa o regolamentare, di obblighi specifici di comunicazione periodica relativamente all'adesione a taluni principi del codice, dal rispetto dei quali far dipendere l'ammissione o la permanenza nel mercato regolamentato, affidando a tal fine alle organizzazioni di mercato e all'autorità di vigilanza stringenti poteri sanzionatori in caso di diffusione di informazioni fraudolente. Nella medesima direzione gioverebbe, altresì, attribuire agli organi di controllo interno o, eventualmente, a soggetti esterni qualificati, come le società di revisione, il compito di verificare le modalità di attuazione dei principi del Codice e la sostanziale veridicità della relazione sulla *corporate governance*.

13.2.4. La riforma dei controlli esterni: le società di revisione

Dalla ricostruzione dei recenti casi di dissesto emersa durante le audizioni dell'indagine conoscitiva, come anche dalla ricostruzione di vicende occorse in altri paesi (ad esempio il caso Enron) si evince che le società di revisione contabile hanno un ruolo fondamentale nell'assicurare la veridicità dei conti delle imprese e la trasparenza della loro situazione finanziaria e contabile. Le società in questione rappresentano, infatti, uno snodo essenziale al fine di realizzare un capitalismo moderno ed efficiente e svolgono funzioni di estrema delicatezza e di rilevante interesse per la collettività.

In proposito, è indubitabile che l'efficienza dell'attività di revisione è una funzione dell'indipendenza della società e del responsabile della revisione e presuppone, dunque, la neutralizzazione dei conflitti di interesse.

Questi ultimi si possono manifestare sia nella scelta del revisore da parte del socio di controllo, sia nello svolgimento di incarichi diversi dalla revisione da parte di soggetti collegati alla società di revisione, sia, infine, in relazione alla partecipazione di imprenditori, banche e società finanziarie nel capitale delle società di revisione medesime.

In questa materia occorrerà considerare con attenzione la proposta di direttiva in materia di attività di revisione contabile recentemente presentata dalla Commissione europea, onde procedere se del caso a un anticipato recepimento della nuova disciplina.

Sul punto, le Commissioni ribadiscono l'esigenza di garantire la terzietà della società di revisione, introducendo limiti ulteriori rispetto all'esclusività dell'oggetto sociale delle società di revisione, già sancita dall'ordinamento nell'articolo 6 del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 88.

Nelle more dell'approvazione dei progetti di legge sulla tutela del risparmio - che intervengono sulla materia della revisione contabile con criteri, quali quelli delineati nel disegno di legge del Governo, che le Commissioni ritengono ampiamente condivisibili -, potrebbe essere data una tempestiva attuazione all'articolo 160 del TUF, il quale prevede l'adozione di un apposito regolamento del Ministro della giustizia in ordine alle incompatibilità della società e del responsabile della revisione.

Nel rafforzare la disciplina delle incompatibilità dovranno introdursi misure incidenti sia direttamente sulle società di revisione e i soggetti con esse collegati, sia sulle persone fisiche in essa operanti, vietando alle società di revisione di svolgere, anche indirettamente attraverso aziende, studi o professionisti collegati in una «rete», attività di consulenza o comunque attività diverse dalla revisione nei riguardi della società sottoposta alla revisione o delle società o soggetti che siano controllanti o controllati della società oggetto della revisione, o ad essa collegati o sottoposti al medesimo controllo.

Sempre in tema di incompatibilità, appare opportuno introdurre divieti di conferimento dell'incarico di revisione a soggetti che versano in situazioni di conflitto di interessi, derivanti da rapporti professionali inter-

corsi nel triennio antecedente tra i gruppi di appartenenza della società oggetto di revisione e del soggetto incaricato della revisione, ovvero da circostanze personali o di qualsiasi altro tipo atte a comprometterne l'indipendenza. È, inoltre, necessario prevedere un congruo periodo di tempo entro il quale sia precluso a chi ha prestato la propria opera nell'ambito della società di revisione di assumere incarichi presso la società che ha conferito il mandato.

Sotto altro profilo, appare opportuno ripristinare talune fondamentali garanzie originariamente previste dal decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136, a presidio dell'indipendenza dei revisori contabili. Si tratta, in particolare, delle facoltà, attribuite alla CONSOB, di negare l'approvazione della delibera di nomina della società di revisione, per incompatibilità o inidoneità tecnica e di revocare la società di revisione da un determinato incarico.

A fianco del necessario ripristino dei predetti poteri e delle misure prospettate in materia di incompatibilità e conflitti di interesse, le Commissioni ritengono opportuno intervenire anche sul versante della responsabilità delle società di revisione, rendendo efficace e concretamente esperibile l'azione di responsabilità civile di risarcimento dei danni a favore dei soci e dei terzi in caso di irregolarità nell'attività di revisione, con particolare riferimento alla veridicità delle informazioni societarie diffuse al mercato. A tale riguardo si reputa opportuno introdurre, al fine di agevolare la corresponsione del risarcimento dei danni patiti dai soggetti coinvolti, una inversione dell'onere della prova, per cui in presenza di indizi di irregolarità nelle informazioni societarie diffuse al mercato, la società di revisione è tenuta al risarcimento dei danni lamentati dai soci e dai terzi se non prova la diligenza nell'adempimento del proprio incarico, fornendo la documentazione del procedimento seguito e la ragione dei criteri adottati nello svolgimento dell'incarico medesimo.

Sotto il profilo penalistico, si ritiene opportuno riformulare il reato previsto dall'articolo 2624 del codice civile («Falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione»), non solo per quanto attiene all'inasprimento della pena, ma anche mediante l'introduzione di una fattispecie incriminatrice di condotte colpose, auspicandosi altresì l'introduzione di specifiche circostanze aggravanti connesse al conseguimento di un ingiusto profitto e alla determinazione di un effetto depressivo sui mercati finanziari.

Per fare maggiore chiarezza nell'analisi contabile e in vista della piena applicazione nell'ordinamento del regolamento comunitario in materia di principi contabili internazionali, le Commissioni auspicano, inoltre, la sollecita attuazione dell'articolo 117, comma 2, del TUF, che demanda ad un regolamento del Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, l'individuazione dei principi contabili internazionali che le società emittenti strumenti finanziari possono utilizzare per la redazione dei bilanci consolidati.

In linea con gli indirizzi comunitari, appare, infine, utile definire più stringenti *standards* dell'attività di revisione, con i relativi controlli di qualità. Si ritiene in particolare opportuno affidare all'autorità competente in materia di trasparenza il controllo sui requisiti di indipendenza e sulla correttezza delle società di revisione, precisando meglio i poteri/doveri di vigilanza e di verifica continua dell'operato delle società di revisione iscritte nell'albo speciale, e completando altresì il sistema sanzionatorio disegnato dal TUF con la previsione di efficaci sanzioni amministrative a carico della società di revisione - e non soltanto a carico del singolo revisore - e la possibilità di adottare interventi di natura cautelare.

13.2.5. *La riforma dei controlli esterni*

13.2.5.1. a) *Le società di rating*

Nel corso dell'indagine conoscitiva è stato posto l'accento sulla rilevanza, ai fini di un corretto e trasparente funzionamento dei mercati finanziari, dell'attività di soggetti esterni all'impresa, come le agenzie di *rating* e gli analisti finanziari, le cui valutazioni assumono un ruolo cruciale nell'orientare le strategie e le decisioni di investimento degli intermediari e dei singoli risparmiatori.

In particolare, il giudizio espresso dalle agenzie di *rating* sugli strumenti finanziari è previsto nella normativa secondaria riguardante le attività d'intermediazione finanziaria. Risulta, pertanto, necessario regolare in modo più puntuale la prestazione di tali servizi al pubblico, con riguardo sia alla qualificazione dei soggetti e al contenuto dell'attività esercitata, sia sul piano della prevenzione e della regolazione dei conflitti d'interessi che si potrebbero verificare nel suo svolgimento, nonché, infine, con riferimento alla responsabilità che questa attività può comportare.

Con riferimento a tale tipo di attività, le Commissioni ritengono essenziale addivenire ad un assetto regolatore che, superando la dimensione dei confini nazionali, tenga conto delle linee di tendenza in atto nell'ordinamento comunitario, volte ad imporre un livello di trasparenza e di informazione commisurato agli obiettivi di una solida tutela degli investitori e dell'efficienza del mercato. In questa direzione si rende opportuna la necessità di una riflessione, nelle sedi competenti, sull'istituzione di un sistema di supervisione a livello europeo dell'attività di *rating* e dei soggetti che esercitano la stessa.

13.2.5.2. b) *Analisti finanziari*

Per quanto concerne l'attività degli analisti finanziari, sono emersi alcuni rilevanti profili di criticità dell'analisi finanziaria, quali, tra l'altro, la forte prevalenza di consigli operativi nel senso dell'acquisto, la sostanziale

assenza di studi contenenti valutazioni negative, l'uniformità dei giudizi espressi negli studi stessi, la difficoltà e la lentezza nell'adeguamento alle variazioni di mercato, nonché i più generali problemi discendenti dai conflitti d'interessi.

A tale ultimo riguardo, i recenti scandali finanziari sembrano dimostrare l'insufficienza degli strumenti di autoregolamentazione e della mera imposizione agli intermediari dell'obbligo di porre in essere le cosiddette «muraglie cinesi» (*chinese walls*), le quali dovrebbero assicurare la neutralità dell'analisi impedendo la circolazione e lo sfruttamento delle informazioni disponibili tra i diversi comparti dell'organizzazione degli operatori polifunzionali.

Le Commissioni ritengono opportuna l'introduzione di una disciplina dell'analisi finanziaria che affronti le questioni connesse ai requisiti professionali per lo svolgimento di tale attività e, soprattutto, il problema dei conflitti di interessi che vi possono insorgere.

In relazione all'attività degli analisti finanziari, le Commissioni ritengono necessario, in particolare, garantire la loro terzietà rispetto alla società i cui titoli vengono analizzati. A tale scopo, sono valutati favorevolmente gli interventi diretti a: sottoporre al potere regolamentare della CONSOB tutti gli studi aventi ad oggetto titoli trattati su mercati regolamentati italiani; assoggettare a specifiche disposizioni comportamentali, di trasparenza e di correttezza, i soggetti che producono gli studi; includere, nel novero dei soggetti tenuti al rispetto delle norme comportamentali, i giornalisti e le altre figure che diffondono al pubblico le informazioni contenute negli studi.

13.2.6. Il fenomeno delle cosiddette «scatole cinesi»

Con l'espressione «scatole cinesi» si fa riferimento a quel fenomeno in virtù del quale l'attivo di una società quotata in borsa è rappresentato prevalentemente dalla partecipazione – per lo più di controllo – in un'altra società quotata.

In proposito è da condividere l'obiettivo di introdurre strumenti di tipo informativo volti a rendere nota e trasparente la situazione del mercato, aumentando gli obblighi informativi relativi ad operazioni intra-gruppo, nonché misure sulla *governance* dirette ad incrementare la tutela delle minoranze (in particolare, nel caso di società controllata da un'altra società quotata, la società controllata dovrebbe dotarsi di un comitato di controllo interno composto esclusivamente da amministratori indipendenti), oltre all'utilizzo delle segmentazioni di mercato al fine di segnalare agli investitori i profili di potenziale criticità che caratterizzano le «scatole cinesi».

Va inoltre prevista una progressiva esclusione delle società «scatole vuote» dal listino di borsa, nonché la creazione di un mercato separato delle società che controllano altre società, ai fini di una maggiore trasparenza.

13.2.7. Paradisi fiscali e legali

Nei recenti scandali finanziari è emerso che le società Parmalat e Cirio avevano aggirato la disciplina italiana in materia di obbligo del prospetto informativo e a tutela degli investitori, impiegando società veicolo aventi sede legale all'estero. Parmalat, inoltre, analogamente a quanto emerse nel corso della crisi Enron, era un gruppo multinazionale con società e affari in moltissimi Paesi, alcuni dei quali venivano scelti per il lassismo della disciplina fiscale, societaria e di vigilanza, confermando le tesi più pessimistiche sul rischio di *race to the bottom* (nel senso di ricerca del livello più basso di regolamentazione) in caso di concorrenza illimitata tra ordinamenti. Sorge di conseguenza la necessità di introdurre regole più stringenti per le società controllate e situate in paradisi fiscali e soprattutto, legali. Consapevoli che non si possono adottare soluzioni drastiche e proibire del tutto l'acquisto di partecipazioni *off-shore*, si potrebbe sottoporre a stringenti limiti la quotazione di società che controllano società estere situate in Paesi il cui ordinamento non fornisce adeguate garanzie di trasparenza e rigore.

È quindi da valutare con grande preoccupazione il diffuso utilizzo nel mercato finanziario internazionale di sedi aperte nei paradisi fiscali e legali: si tratta di normali pratiche internazionali volte a ridurre i costi di intermediazione sotto il profilo sia fiscale sia legale/amministrativo che possono però avere pesanti conseguenze in termini di opacità di scelte aziendali e finanziarie. La tematica va però trattata con grande cautela, sia perché non appare possibile imporre *tout court* un divieto a imprese di profilo internazionale, sia per non ridurre la capacità competitiva delle imprese italiane sui mercati internazionali. La scelta più condivisibile sembra essere quella di rendere gli investitori e i risparmiatori pienamente informati del ricorso delle imprese – siano esse manifatturiere, finanziarie o creditizie – a tali strategie di *tax competition* in modo da sterilizzare, almeno sul piano della trasparenza e correttezza, gli eventuali rischi connessi ad investimenti su titoli – di qualsiasi tipo – provenienti o circolanti grazie a tali sedi «privilegiate».

Una simile indicazione assume certamente maggiore valore per le banche e per la necessità che l'informazione da esse fornita su tali aspetti abbia massima diffusione e, correlativamente, che l'autorità di vigilanza controlli che tali obblighi informativi siano assolti pienamente.

Considerata la natura internazionale delle operazioni poste in essere tra società controllate e controllanti, aventi anche sede in paradisi legali, andrebbe comunque sviluppata l'azione di cooperazione internazionale prevedendo:

- a) il rafforzamento del ruolo degli organismi e comitati internazionali di vigilanza;
- b) una rapida selezione dei centri finanziari *off-shore* per i quali si renda più urgente una valutazione sul loro operare;

c) sanzioni o misure di penalizzazione per i Paesi che non si allineano alle disposizioni internazionali;

d) il divieto di accesso ai nostri mercati da parte degli operatori dei centri *off-shore*.

13.2.8. L'ammissione dei titoli alla negoziazione di borsa

La scelta effettuata dal legislatore nel nostro Paese in sede di privatizzazione è stata di affidare le cosiddette funzioni di *listing* (cioè l'ammissione a quotazione e la successiva sorveglianza al mercato di Borsa) alla responsabilità delle società di gestione del mercato. L'affidamento del *listing* a tali società genera tuttavia un potenziale conflitto di interessi, essendo Borsa Italiana una società per azioni al cui capitale partecipano intermediari finanziari quotati. Altro conflitto può poi derivare dall'interesse della società che gestisce il mercato ad incrementare il numero delle società ammesse alla quotazione, a scapito del rigore nella verifica dei requisiti.

Per risolvere tali conflitti si è di volta in volta proposto di quotare nello stesso mercato borsistico Borsa Italiana Spa, al fine di stemperare la presenza degli intermediari quotati nel suo capitale, oppure di attribuire le funzioni di *listing* all'Autorità di sorveglianza.

Tale esigenza va condivisa, riconoscendo gli interessi generali collegati alla funzione di *listing*. Pertanto, ferme restando le istruttorie e verifiche affidate comunque a Borsa Italiana Spa, si potrebbe riservare all'autorità di supervisione l'ultima parola in tema di *listing*, in modo da affidare ad un soggetto pubblico la tutela di un interesse pubblico, nonché prevedere la facoltà di non ammettere o escludere dalla quotazione società, sulla base di criteri predeterminati.

13.3. I rapporti tra banca e impresa

Nel corso dell'indagine si è più volte accennato al tema del rapporto fra banche e imprese. È noto che la convergenza di convenienze che si verifica fra le imprese, spinte dall'esigenza di disporre di fonti privilegiate di accesso al credito e ai servizi di finanza d'impresa, e l'alta dirigenza delle banche, interessate a prevenire modificazioni degli assetti di controllo proprietario per preservare la propria posizione di comando, può determinare situazioni in cui la presenza di esponenti di imprese debitorie nei consigli di amministrazione delle società bancarie produce palesi conflitti di interesse fra il ruolo di gestore della banca, la cui attività dovrebbe tendere a una sana e prudente gestione della stessa, e il ruolo di imprenditore, interessato a diventare beneficiario di credito per la propria azienda.

L'emergere del nuovo modello di banca universale, il superamento della separazione tra finanziamenti a breve e a medio termine e la progressiva trasformazione della banca tradizionale nella nuova figura dell'intermediario bancario e finanziario polifunzionale, codificate dal testo unico

bancario, ha accentuato questa tendenza, portando ad un sempre più stretto coinvolgimento delle banche nelle vicende e nelle sorti dei grandi gruppi industriali.

Occorre allora promuovere e, se necessario, imporre la trasparenza dei rapporti di partecipazione al capitale bancario e dei rapporti di finanziamento che legano reciprocamente le banche e le imprese loro azioniste, ed eliminare il conflitto di interesse nel quale versa l'imprenditore che, azionista della banca, sia anche prenditore di credito da parte della stessa, precludendo a tale soggetto, quando l'esposizione debitoria ecceda una data soglia rilevante, la possibilità di esercitare qualsiasi influenza sulle decisioni riguardanti le scelte di indirizzo e la gestione della società bancaria.

L'accresciuta presenza degli imprenditori fra gli azionisti bancari rende opportuno introdurre una disciplina più stringente con riguardo alla definizione dei «soggetti industriali collegati» e alla contemporanea posizione di amministratore e di affidato della banca.

Si potrebbero prevedere *ratios* patrimoniali più stringenti di quelli oggi in vigore e maggiori cautele nelle relazioni d'affari tra le imprese bancarie e le parti correlate, così da contenere la posizione complessiva del rischio che la banca assume nei confronti di tali soggetti.

A tal fine appare opportuno estendere l'obbligo di approvazione da parte del consiglio di amministrazione a tutte le operazioni finanziarie (e non solo ai prestiti) compiute in favore di azionisti industriali con una partecipazione superiore ad una certa soglia, nonché introdurre limitazioni per le imprese ad investire, entrare nel consiglio di amministrazione o partecipare a patti di sindacato nelle banche verso cui abbiano un'esposizione superiore ad una certa percentuale del proprio indebitamento finanziario lordo complessivo. Appare cioè necessario definire procedure più articolate per la valutazione dei finanziamenti da erogare ai clienti che siano azionisti rilevanti della banca, che prevedano in maniera puntuale e sistematica la responsabilità degli organi decisionali. Va nel contempo assicurato l'obbligo di comunicare all'autorità di vigilanza sul sistema creditizio tutte le operazioni poste in essere dai membri del consiglio di amministrazione in proprio o per conto delle società che essi rappresentano. Potrebbe essere altresì valutata l'opportunità di rafforzare i presidi prudenziali attualmente previsti in materia dalla regolamentazione secondaria adottata dalle autorità di vigilanza ai sensi del testo unico bancario, limitando ulteriormente le possibilità di indebitamento dei soggetti imprenditoriali nei riguardi delle banche ad essi collegate.

13.4. *La riforma delle funzioni di vigilanza*

13.4.1. *Ragioni e orientamento della riforma*

Ogni intervento sulle funzioni di vigilanza deve muovere dal riconoscimento della validità del modello del mercato regolamentato. Le vicende degli ultimi anni - dalla bolla speculativa sui mercati dei titoli azionari del

1999-2000, le crisi delle società americane Enron e Worldcom, fino ai recenti avvenimenti italiani – suggeriscono infatti di rafforzare i presidi a tutela degli investitori e dei risparmiatori, ampliando proprio l'operatività di tale modello e rafforzando le regole, le procedure e i controlli, ancora più necessari in un'ottica globalizzata e con scenari internazionali aperti.

Un intervento sull'attuale assetto delle funzioni di vigilanza appare, in particolare, necessario alla luce di tre fondamentali elementi emersi nel corso dell'indagine. Un primo dato meritevole di attenta considerazione attiene all'evoluzione in corso a livello europeo. È in atto, infatti, un processo di convergenza delle funzioni di vigilanza che ha già realizzato l'unificazione del mercato dei valori mobiliari e condurrà, entro un periodo assai breve, ad un mercato unico dei servizi finanziari, ponendo, sul piano interno, il problema di introdurre adeguati correttivi all'attuale frammentazione delle competenze in materia di vigilanza. Un secondo elemento dal quale non appare possibile prescindere attiene alla struttura finanziaria del mercato che si caratterizza, in misura sempre maggiore, per una marcata integrazione fra le diverse attività di credito e per la conseguente despecializzazione degli intermediari, nonché per una nuova composizione dell'offerta di prodotti finanziari. Un terzo, fondamentale elemento riguarda la nuova composizione dei portafogli dei nuclei familiari: è drasticamente diminuito il peso dei depositi bancari e dei titoli di Stato ed è nettamente aumentata l'incidenza di attività finanziarie di mercato (azioni ed obbligazioni emesse da soggetti privati). Gli ultimi due aspetti qui richiamati richiedono, innanzitutto, di finalizzare maggiormente l'attività di vigilanza alla tutela degli interessi dei risparmiatori che si configurano come i «soggetti deboli» ed esposti ai rischi più elevati in conseguenza delle intervenute trasformazioni dei mercati finanziari.

Rispetto al nuovo quadro che si è obiettivamente determinato, l'assetto della vigilanza, oltre che della regolamentazione, appare, in particolare, assegnare, da un lato, una eccessiva centralità al sistema bancario, scelta questa comprensibile con riferimento al passato ma, sotto molti aspetti, non più attuale, e, dall'altro, non tenere nella debita considerazione le trasformazioni alle quali è andata incontro l'attività svolta dagli intermediari.

13.4.2. Sviluppare il modello di vigilanza per finalità ponendo al centro la tutela del risparmio

Nel corso delle audizioni è risultata ampiamente prevalente l'opinione secondo la quale risulterebbe controproducente, o quantomeno prematura, fino a una migliore valutazione delle esperienze avviate in questo senso in altri paesi, una radicale trasformazione dell'attuale assetto della vigilanza e, in particolare, la previsione di un'unica autorità competente in materia di banche, intermediari mobiliari e assicurazioni. È invece da confermare la scelta, già parzialmente accolta dall'ordinamento, di un modello di vigilanza per finalità, caratterizzato dalla presenza di più autorità,

ciascuna competente per uno degli obiettivi generali della regolamentazione, che va tuttavia integralmente attuata, tenendo conto degli elementi di forte discontinuità ai quali si è accennato.

Gli avvenimenti recenti, in Italia e all'estero, hanno infatti mostrato che il modello della banca universale tende a riproporre la tematica dei conflitti di interesse tra le diverse attività svolte, con rischi sia per i risparmiatori che per la stabilità del sistema, per cui è opportuno insistere sugli strumenti che limitano e segmentano all'interno le banche universali. In conseguenza di ciò, anche il sistema di vigilanza e di controllo deve poter correttamente distinguere tra gli obiettivi di fondo della stabilità e della correttezza e trasparenza, altrimenti ci si espone al rischio di subordinare l'obiettivo della correttezza a quello, ben più importante del punto di vista sistemico, della stabilità. Tale rischio sarebbe particolarmente rilevante in Italia dove i controlli di stabilità hanno una tradizione, una credibilità e una incisività ben più forti di quelli di trasparenza e correttezza, a motivo della ben maggiore autorevolezza, forza e tradizione del soggetto storicamente preposto al controllo della stabilità. La vigilanza per funzioni origina dalla osservazione che i problemi di stabilità si pongono essenzialmente dal lato dell'«offerta» (banche, assicurazioni, intermediari) mentre quelli di correttezza riguardano essenzialmente la domanda, vale a dire la tutela dei risparmiatori nei loro rapporti con le imprese e gli intermediari.

In linea di principio, dovrebbe pertanto mantenersi alla Banca d'Italia la competenza in materia di stabilità macroeconomica, ossia di prevenzione di crisi bancarie di portata sistemica, e di stabilità microeconomica, ossia di mantenimento di condizioni di equilibrio economico e patrimoniale a livello di singoli intermediari finanziari.

Dell'attuale CONSOB andrebbe esaltato il ruolo di protezione degli investitori da realizzarsi garantendo sia la trasparenza delle informazioni sia la correttezza dei comportamenti degli intermediari. I poteri di tale istituzione devono essere tuttavia sensibilmente rafforzati e risultare esercitabili nei confronti di tutti gli intermediari finanziari, ferme restando le esigenze di tutela della stabilità. Le Commissioni ritengono in particolare necessario ampliare i poteri di indagine e di verifica, prevedendo sia la possibilità di avvalersi della Guardia di finanza sia la facoltà di ottenere le informazioni necessarie dalle altre autorità di vigilanza.

In ogni caso, ferma restando la competenza della Banca d'Italia in materia di raccolta del risparmio bancario, occorre tenere presente che i profili di vigilanza sulla trasparenza e sulla stabilità relativi alle obbligazioni emesse dalle banche risultano oggettivamente intrecciati: pertanto, il riparto di competenze in merito tra le relative autorità dovrà essere attentamente e specificamente definito in occasione dei successivi interventi legislativi in materia.

Un coerente recepimento del modello di vigilanza per finalità richiede inoltre di meglio definire le rispettive competenze dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato e della Banca d'Italia nell'ambito della vigilanza sul settore bancario. A questo riguardo va peraltro segna-

lato come il riconoscimento della competenza dell'Autorità garante anche per il settore bancario, con riferimento alla valutazione delle intese lesive della concorrenza e dell'abuso di posizione dominante, esiga l'introduzione di forme di coordinamento tra l'attività di quest'ultima e quella della Banca d'Italia, che, senza introdurre procedure eccessivamente complesse ed esposte al rischio di esiti paralizzanti, assicuri una saggia ponderazione tra le esigenze della concorrenza e quelle della stabilità. Al riguardo, non va sottovalutato come le fusioni e le acquisizioni tra banche presentino in ogni caso un profilo rilevante di stabilità che inerisce alle competenze proprie della Banca d'Italia e come la tutela delle esigenze di stabilità rivesta, anche in tali casi, un rilievo fondamentale ai fini della tenuta complessiva del sistema creditizio.

In conclusione, le Commissioni ritengono che, in materia di tutela della concorrenza, occorra ridefinire i rapporti tra la specifica autorità e la Banca d'Italia, al fine di consentire un'adeguata valutazione, con riferimento ai singoli casi, della prevalenza delle esigenze di stabilità o di concorrenza.

13.4.3. La vigilanza sulle assicurazioni e sui fondi pensione

Nell'attuale assetto della vigilanza, il modello per finalità è applicato in modo solo parziale, in quanto il legislatore ha ritenuto che i caratteri specifici dei due settori giustifichino l'esistenza di due organismi, ISVAP e COVIP, dotati di competenze in materia di vigilanza rispettivamente sui settori delle assicurazioni e dei fondi pensione. Le due citate istituzioni riconducono ad un modello di tipo istituzionale, connotato dal conferimento della vigilanza sulle diverse categorie di operatori ovvero sui diversi mercati ad uno specifico organo, competente per tutte le attività e per il perseguimento di tutti gli obiettivi.

Con particolare riferimento al settore assicurativo, va evidenziato come i relativi prodotti abbiano un rilevante contenuto finanziario, che può risultare diretto concorrente di prodotti offerti da banche e da fondi comuni di investimento. Sul piano funzionale si assiste ad una evoluzione che tende verso la despecializzazione degli intermediari. Strutturalmente, esistono legami societari tra i settori bancario e assicurativo che si esplicano nella partecipazione o addirittura nel controllo esercitato da gruppi bancari su un rilevante numero di compagnie assicurative. D'altronde, non può non rilevarsi la specificità delle attività connesse all'assicurazione contro i rischi, la cui valutazione è rimasta finora estranea alla funzione di vigilanza sul credito.

L'indagine induce quindi ad approfondire il problema se sussista un grado di prossimità tra realtà bancaria e assicurativa, anche per quanto riguarda l'esposizione al rischio di credito, tale da giustificare la riconduzione della vigilanza di stabilità sulle assicurazioni nell'ambito del modello di vigilanza per finalità.

Un discorso in parte analogo può svilupparsi per i fondi pensione, rispetto ai quali occorre tuttavia tenere in ogni caso conto della peculiare natura dei fondi «contrattuali» (o chiusi), dell'attinenza della materia alla disciplina previdenziale e, quindi, a quella dei rapporti di lavoro, nonché dell'orizzonte temporale di lungo periodo sul quale debbono operarsi le valutazioni inerenti al tipo di prestazione e di rischio che connota questi soggetti.

13.4.4. La disciplina delle autorità

Le autorità preposte all'attività di vigilanza sono sorte in tempi diversi e la relativa disciplina risente del momento in cui è stata concepita. Nell'ordinamento si è andata frattanto precisando la figura dell'autorità indipendente, che ha assunto in misura sempre maggiore natura e connotati uniformi. Al fine di ridefinire la complessiva disciplina degli organismi di vigilanza del settore, occorre porsi l'obiettivo di introdurre elementi di razionalizzazione e coordinamento nella regolamentazione delle diverse autorità onde rafforzarne la coerenza e l'efficacia.

Un primo tema da considerare è quello del rapporto tra organi politici di indirizzo e autorità di vigilanza. Ogni intervento in materia deve considerare la necessità di salvaguardare l'autonomia e l'indipendenza delle autorità di vigilanza sul mercato finanziario e sugli intermediari bancari e finanziari. Ciò non appare tuttavia escludere la possibilità che l'azione delle autorità si conformi ad indirizzi politici generali, definiti attraverso un procedimento che preveda il coinvolgimento sia del Governo, sia del Parlamento. A tale riguardo sembrerebbe opportuno limitarsi a confermare le competenze del CICR.

Il rapporto tra organi politici di indirizzo e autorità dovrebbe inoltre manifestarsi al momento della nomina dei componenti delle autorità, in particolare attraverso il requisito di una maggioranza qualificata dell'organo parlamentare.

Riguardo alle modalità di nomina, ma anche alla composizione dell'organo di vertice e alla durata in carica dello stesso, si tratta di individuare criteri analoghi finalizzati a salvaguardare le relative garanzie e norme di indipendenza, tenendo conto delle caratteristiche proprie di ciascuna autorità e delle funzioni che è chiamata ad esercitare. Si può del resto rilevare come proprio la disciplina delle autorità indipendenti attualmente esistenti dimostri la possibilità di assicurare piena indipendenza, autonomia ed efficacia anche ad organismi collegiali nominati per un periodo di tempo predeterminato con l'intervento congiunto del Governo e di un'ampia maggioranza parlamentare.

In ogni caso, ogni eventuale modifica all'assetto delle competenze delle autorità di vigilanza dovrà accompagnarsi a misure di carattere organizzativo che ne assicurino la piena funzionalità.

13.4.5. Coordinamento e semplificazione normativa

La disciplina organizzativa delle autorità di vigilanza dovrà perseguire inoltre l'obiettivo di un maggiore coordinamento tra le stesse, destinato a manifestarsi, innanzitutto, attraverso un più intenso scambio di informazioni e un più ampio confronto nello svolgimento delle rispettive attività. A tal fine appare da condividere la proposta di costituire un apposito organismo di coordinamento che si riunisca con periodicità prestabilita.

Il coordinamento tra le diverse autorità di vigilanza dovrà tendere, in primo luogo, a impedire che gli intermediari siano gravati di oneri eccessivi e superflui, evitando la duplicazione degli adempimenti, i controlli congiunti, la sovrapposizione dei compiti e i contrasti d'indirizzo.

Occorre, più in generale, optare per una semplificazione della regolamentazione in materia di vigilanza che sappia far leva anche sui meccanismi di mercato e sulla responsabilizzazione degli operatori, rifuggendo dalla tentazione di esasperare il regime dei controlli moltiplicando le autorizzazioni e gli oneri amministrativi quando ciò non corrisponda ad effettive necessità.

13.5. *Il problema dell'apparato sanzionatorio*

La disciplina vigente in materia sanzionatoria è persa per molti aspetti difettare di efficacia deterrente.

Su tale tematica, vale certamente la considerazione che le vicende di crisi non derivano solo dalla carenza di controllo istituzionale, ovvero da smagliature nel tessuto del governo societario, ma sono originate anche per il fatto che il mercato e gli operatori, in qualche modo, perdono gli incentivi a indirizzare le proprie attività verso meccanismi di comportamento virtuoso.

Occorre quindi valutare un rafforzamento delle sanzioni amministrative e, ove necessario, penali in materia societaria, cui si accompagni la previsione di sanzioni accessorie di tipo interdittivo, consistenti nella sospensione o decadenza dalle cariche, e strumenti efficaci a determinare conseguenze negative di carattere reputazionale, consistenti nella piena pubblicità delle misure afflittive di fronte al mercato.

Si rende quindi necessario un inasprimento delle sanzioni attualmente previste in materia: la modesta entità delle pene attuali, in un contesto ordinamentale che si caratterizza per l'estrema lentezza dei procedimenti penali, contribuisce, fra l'altro, ad abbassare la soglia di rilevanza dei termini di prescrizione. Per quanto concerne, in particolare, la disciplina del reato di falso in bilancio, poi, l'introduzione di soglie quantitative che escludono la punibilità del fatto può oggettivamente alterare la percezione dell'illegalità del comportamento.

Al fine di prevenire il mancato funzionamento della filiera di controllo sulla produzione di dati e di notizie all'interno della società (servizi

di controllo interno, collegio sindacale, comitato di controllo, società di revisione), può essere utile individuare nuove fattispecie sanzionatorie e nuovi profili di responsabilità, introducendo nell'ordinamento, per garantire la genuinità del dato informativo di base, una specifica responsabilità penale dei dirigenti degli uffici amministrativi e contabili per la produzione di documenti falsi o contenenti informazioni false o incomplete, la consapevole diffusione di tali documenti da sé o da altri prodotti, nonché per la predisposizione di bilanci contenenti rappresentazioni false, incomplete o comunque alterate a scopo fraudolento.

A fronte dell'esiguità dei limiti minimi e massimi di sanzione pecuniaria, inferiori a quelli di altri ordinamenti, potrebbe valutarsi di aumentare, almeno in alcuni casi, l'ammontare delle sanzioni.

Tra le sanzioni interdittive, poi, potrebbero essere adottate iniziative nelle sedi competenti per prevedere, quale sanzione nei confronti degli amministratori per i casi di informazioni ingannevoli, l'interdizione dall'incarico di amministratore nell'intera Unione europea.

Per quanto concerne la cosiddetta sanzione reputazionale – il cui *metus*, colpendo un bene essenziale per chi opera nei mercati finanziari basati sulla fiducia, potrebbe in astratto essere fortemente deterrente rispetto a comportamenti criminosi – la forma di pubblicità dei provvedimenti sanzionatori di violazioni amministrative, ora consistente nella sola pubblicazione per estratto sul Bollettino della CONSOB o della Banca d'Italia, non risulta idonea a produrre un effetto deterrente concreto nei confronti degli operatori: potrebbe invece prevedersi la pubblicazione su quotidiani, anche specializzati in materia economica, aventi diffusione sull'intero territorio nazionale.

Appare condivisibile la finalità di intervenire sul sistema sanzionatorio complessivo e la filosofia del nuovo reato di documento al risparmio. Tale innovativa soluzione, che ha il pregio di identificare nel risparmio un bene pubblico da tutelare penalmente, presenta tuttavia alcuni profili problematici, in particolare dal punto di vista della determinazione della condotta sanzionata: in questa prospettiva potrebbe valutarsi piuttosto l'opportunità di rafforzare le sanzioni riferibili a figure di reato già contemplate nell'ordinamento, anche inasprendo le sanzioni previste per il falso in bilancio.

Appare, infine, opportuno affrontare la tematica dell'eventuale revisione, laddove fosse necessario, dell'impianto della disciplina dei reati societari, senza rinnegare la portata innovativa dello stesso come recato dalla riforma del 2002. Non può essere sottaciuta tuttavia l'assoluta assenza di una qualche correlazione tra la riforma del diritto societario e dei reati societari e gli episodi di malaffare e di truffa emersi nei mesi scorsi.

13.6 *Interventi sulla giurisdizione*

In Italia, l'estrema lentezza dei processi in materia commerciale e societaria, che si riverbera in scarsa certezza e in una *deminutio* di tutela dei

rapporti fra operatori, potrebbe trovare rimedio nell'istituzione di sezioni specializzate dei tribunali per le materie economiche, di guisa che fosse assicurata la specializzazione richiesta dalla specificità e complessità delle questioni di diritto e di fatto che tali controversie sottendono.

Anche nel contesto della recente riforma del processo commerciale, i nuovi organi giurisdizionali, costituiti da sezioni specializzate presso il giudice ordinario localizzate a livello di distretto delle singole Corti d'appello, sarebbero competenti nella materia societaria, nelle materie disciplinate dal testo unico bancario e dal TUF, nonché per le procedure concorsuali.

A tale ultimo riguardo, la mancanza di una legislazione efficiente per la gestione delle situazioni di crisi dell'impresa sollecita una revisione globale della legge fallimentare e delle altre procedure concorsuali, che, in tutti i casi in cui ciò sia possibile, persegua con maggiore efficacia di quanto oggi avviene il fine di favorire il recupero della produttività dell'impresa, preservandone il valore nei periodi di difficoltà economica.

13.7. *Sistemi di tutela dei risparmiatori*

Nell'ambito delle audizioni dell'indagine è stata affrontata anche la problematica relativa alla definizione di sistemi di tutela dei risparmiatori possessori di titoli obbligazionari o di altri strumenti finanziari emessi da imprese soggette ad insolvenza, anche con riferimento al valore costituzionale della tutela del risparmio sancito dall'articolo 47 della Costituzione. A tale proposito, si potrebbe introdurre, mediante una normativa di rango primario, uno specifico «statuto del risparmiatore» che contenga diritti, doveri e limiti ai quali tutti i soggetti operanti nel settore del risparmio debbano attenersi.

L'esigenza di individuare adeguate forme di tutela dei risparmiatori è stata prospettata in una duplice ottica: da un lato per dare soluzione alle problematiche contingenti, a fronte delle consistenti perdite, tanto in dimensioni assolute quanto in proporzione alle disponibilità patrimoniali individuali, subite da numerosi risparmiatori italiani; dall'altro, per favorire, in una prospettiva futura, la ricostituzione di quel rapporto fiduciario, che oggi appare incrinato, tra i risparmiatori stessi e le istituzioni, pubbliche e private, operanti nei mercati finanziari.

In tale ambito tematico occorre tuttavia distinguere tra strumenti di tutela di tipo giuridico e strumenti di tutela di carattere economico-finanziario.

Sotto il primo profilo si possono indicare tutti gli interventi di carattere normativo atti a rendere più facile, rapido ed efficace l'esperimento delle tutele giurisdizionali da parte dei risparmiatori che si ritengano danneggiati dai comportamenti di emittenti o intermediari nel collocamento di strumenti finanziari.

In tale prospettiva è stata segnalata, e costituisce oggetto di alcune iniziative legislative già all'esame della Camera dei deputati, la possibilità

di introdurre nell'ordinamento italiano forme di tutela analoghe a quella della *class action*, già sperimentata nell'ordinamento americano, vale a dire di un'azione giurisdizionale finalizzata a riconoscere tutela ad una pluralità di soggetti, appartenenti ad una medesima categoria di consumatori o risparmiatori, che si ritengono danneggiati dal comportamento di un operatore economico.

A riguardo si ribadisce come ogni strumento atto ad incrementare la capacità dei risparmiatori di tutelare giuridicamente i propri diritti debba essere in linea di principio valutato positivamente, anche in quanto il rischio di vedersi esposti ad azioni giudiziarie, con le relative conseguenze in termini reputazionali e di richieste di risarcimento, costituirebbe un disincentivo per gli operatori non corretti a porre in essere comportamenti illeciti.

Occorre peraltro segnalare come l'inserimento di un istituto che non conosce precedenti nell'ambito della tradizione giuridica italiana debba essere operato con opportuna cautela, al fine di evitare incertezze interpretative o vere e proprie aporie normative.

Sul piano del merito appare inoltre necessario che l'introduzione di tale istituto non porti ad affidare integralmente la tutela dei consumatori e risparmiatori esclusivamente ad associazioni o gruppi organizzati – che pure in questo campo possono svolgere un ruolo importante di informazione e sensibilizzazione – ledendo il diritto, costituzionalmente garantito a ciascun soggetto, di agire in giudizio nelle forme e secondo le strategie che valuti più opportune sulla base della propria situazione concreta e dei propri interessi.

Sempre in quest'ambito si possono ricordare quelle norme, già sperimentate in alcuni casi, che prevedono l'imposizione di limiti alla circolazione presso il pubblico di strumenti finanziari destinati ad investitori professionali, anche attraverso la imposizione di limiti di taglio minimo adeguati, ovvero che ne vincolino la circolazione alla prestazione di garanzie da parte dei soggetti collocatori.

Passando a considerare gli strumenti di tutela di carattere economico-finanziario, nel corso dell'indagine sono state ipotizzate diverse tipologie di intervento, per le quali si rinvia alla parte ricostruttiva, senza pertanto addentrarsi nelle caratteristiche specifiche e nelle problematiche di carattere tecnico che ciascuna di esse potrebbe presentare.

In linea generale occorre comunque rilevare come la previsione di forme di indennizzo generalizzato ed indiscriminato si esponga al rischio di determinare effetti perversi, inducendo sostanzialmente tutti i risparmiatori ad acquisire strumenti finanziari incorporanti un livello di rischio nettamente superiore a quello che sarebbe stato scelto sulla base delle proprie aspettative razionali e della propensione individuale al rischio, in ragione della rispettiva situazione patrimoniale e reddituale, fidando sul fatto che, in ogni caso, il cattivo andamento dell'investimento non comporterebbe comunque riflessi negativi sul loro patrimonio, in presenza di una garanzia di ultima istanza.

Tale circostanza, oltre ad apparire assai discutibile sul piano etico, ingenerando l'erronea convinzione che l'acquisto di uno strumento finanziario non determini l'assunzione di alcun rischio, comporterebbe forti distorsioni nei meccanismi di mercato di allocazione del capitale, in quanto annullerebbe, di fatto, il contenuto informativo per il mercato stesso incorporato nella diversificazione dei tassi dei titoli, determinando una loro impropria convergenza anche con riferimento a strumenti finanziari caratterizzati da un livello di rischio intrinseco molto diverso, e favorirebbe in ultima analisi proprio il collocamento di titoli speculativi a più alto livello di rischio, a danno del finanziamento delle iniziative produttive di maggiore solidità.

Sotto un altro punto di vista, la costituzione di sistemi di garanzia generalizzata comporterebbe la necessità di risolvere il problema relativo al finanziamento degli stessi ed al riparto dei relativi oneri tra i diversi soggetti privati coinvolti, salva l'ipotesi, che appare peraltro improponibile, di una totale fiscalizzazione dei medesimi costi a carico del bilancio pubblico.

La previsione di un obbligo di finanziamento generalizzato in capo a tutti gli intermediari bancari sarebbe anch'essa fonte di gravi distorsioni, ponendo impropriamente sullo stesso piano soggetti che hanno tenuto comportamenti tra loro difforni in materia di collocamento dei titoli.

Peraltro, una previsione che intendesse stabilire tale onere a carico delle sole banche collocatrici, indipendentemente da ogni verifica giudiziale circa la sussistenza di profili di responsabilità per i comportamenti tenuti nei confronti della clientela acquirente di titoli, apparirebbe anch'essa molto dubbia sul piano della costituzionalità, anche in quanto finirebbe per pregiudicare i diritti degli azionisti privati delle banche medesime, ai quali sarebbero sostanzialmente trasferite le perdite subite dai possessori dei titoli dei quali è stato dichiarato il *default*.

Inoltre, l'imposizione di obblighi di garanzia o di gravosi oneri di finanziamento alle banche in relazione al collocamento o alla negoziazione dei titoli rischierebbe di determinare una fuga degli intermediari finanziari nazionali da tale attività, ovvero un incremento esponenziale dei costi di emissione, risolvendosi in un ulteriore danno per l'intero tessuto produttivo nazionale, che vedrebbe inaridirsi un canale di finanziamento, alternativo all'indebitamento bancario, ormai indispensabile per la sua crescita, ed aumentando pertanto il carattere bancocentrico, da più parti criticato, del sistema imprenditoriale italiano.

Inoltre tali misure determinerebbero l'ulteriore, paradossale conseguenza, di incentivare ancor più il ricorso ad emissioni effettuate su piazze finanziarie straniere, ovvero, addirittura, in paradisi fiscali o legali, caratterizzati da un minor livello di trasparenza e di tutela.

Una soluzione alternativa potrebbe essere rappresentata dalla costituzione di un fondo per il ristoro dei danni subiti dai risparmiatori, nel quale confluiscono i proventi delle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate.

Peraltro, le Commissioni valutano positivamente e sostengono le iniziative, intraprese autonomamente da molte banche italiane, di ristorare i

propri clienti risparmiatori delle perdite subite, ritenendo che le procedure di indennizzo debbano essere completate nei tempi più rapidi possibili, onde superare la sfiducia che molti risparmiatori nutrono nei confronti del sistema creditizio nel suo complesso. Al medesimo fine può essere opportuno attribuire un riconoscimento istituzionale all'attività delle maggiori organizzazioni rappresentative dei consumatori, anche prevedendo forme di consultazione delle stesse da parte delle autorità del settore.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte possono trarsi alcune parziali conclusioni e formulare alcune prime ipotesi.

In primo luogo occorre sottolineare come la più generale tutela per i risparmiatori, e per tutti i soggetti che si affacciano sui mercati finanziari sia costituita da tutte quelle misure che favoriscano o rafforzino la completezza, veridicità e piena conoscibilità delle informazioni rilevanti per i mercati dei capitali.

In secondo luogo, sempre su un piano generale, il necessario, delicato bilanciamento tra i valori, inevitabilmente tra loro in parte confliggenti, della stabilità, della trasparenza e della concorrenza deve essere individuato in un punto di equilibrio che non sia di per sé pregiudizievole degli interessi dei risparmiatori, i quali non devono costituire il soggetto sul quale scaricare le debolezze e le contraddizioni del sistema.

Appare inoltre da valutare positivamente la possibilità, contenuta nel disegno di legge presentato dal Governo, di prevedere, nel caso di successiva circolazione di titoli destinati ad investitori professionali, la prestazione di una garanzia da parte del soggetto collocatore relativamente al pagamento degli interessi ed alla restituzione del capitale.

Un'ulteriore proposta che appare condivisibile riguarda la possibilità di introdurre nell'ordinamento una norma analoga a quella presente nell'ordinamento statunitense, secondo cui i soggetti collocatori hanno l'obbligo di mantenere nel proprio portafoglio per un determinato periodo di tempo i titoli destinati a investitori professionali prima di collocarli presso il pubblico indistinto, ovvero, in subordine, di introdurre l'obbligo, per gli intermediari incaricati del collocamento, di detenere in portafoglio, per un periodo prefissato, i titoli privi di prospetto informativo.

In un'ottica di maggiore trasparenza nei rapporti tra intermediari e clienti, appare anche opportuno consentire il collocamento delle sole emissioni obbligazionarie accompagnate da un prospetto informativo, nonché estendere l'obbligo di prospetto a tutti i prodotti finanziari collocati presso il pubblico indistinto, introducendo altresì stringenti previsioni volte ad assicurare la piena comprensibilità dei medesimi prospetti informativi.

Nella stessa prospettiva si ritiene utile prevedere che l'intermediario produca, al momento dell'acquisto del prodotto finanziario da parte del risparmiatore una formale attestazione della rispondenza o meno del prodotto stesso al relativo profilo di rischio individuale, indipendentemente dal fatto che l'acquisto derivi o meno da una proposta dell'intermediario.

Inoltre, potrebbe essere imposto il divieto di collocare ad investitori non professionali titoli che, per le loro caratteristiche intrinseche, abbiano un carattere altamente speculativo non adeguato al profilo di rischio del

normale risparmiatore, ferma restando la possibilità di derogare a tale divieto di fronte ad una manifestazione di volontà di acquisto inequivocabile, spontanea ed informata del risparmiatore stesso.

Infine, come misura di carattere estremo, che dovrebbe tuttavia essere verificata in sede comunitaria, potrebbe essere introdotto il divieto di emissione e/o di negoziazione sui mercati italiani di titoli che risultino privi di alcune caratteristiche minime, sul piano delle garanzie di solvibilità dell'emittente.

* * *

I recenti scandali finanziari hanno incrinato la fiducia dei cittadini nella capacità del sistema di tutelare adeguatamente il risparmio.

Con l'attività conoscitiva svolta dalle Commissioni, il Parlamento ha dato una prima, tempestiva risposta, ad aspettative relative all'accertamento degli eventi e delle circostanze che hanno concorso a renderli possibili.

Le Commissioni hanno operato unitariamente, procedendo a tutti gli accertamenti in uno spirito di serena e fattiva collaborazione e prescindendo dalle diverse valutazioni su singoli aspetti.

L'indagine è stata condotta con senso di responsabilità, incentrando il confronto sulle questioni che investono interessi generali della collettività. Il Parlamento ha dunque dimostrato, in questa prima fase, di saper agire come istituzione unitaria di fronte a questioni che mettono in causa interessi e valori permanenti della comunità nazionale.

L'attività di indagine parlamentare garantisce condizioni fondamentali di trasparenza e visibilità del dibattito, idonee a consentire all'opinione pubblica nazionale e internazionale di partecipare e verificare la sostanza e la serietà del confronto in atto tra le forze politiche e il Governo.

Il metodo parlamentare assicura, con maggiore evidenza nelle situazioni più difficili, la visione più alta di tutti gli aspetti di un problema, al di sopra degli interessi particolari e delle visioni parziali che i diversi soggetti in causa manifestano. Applicando fino in fondo il metodo parlamentare, le Commissioni hanno assicurato condizioni fondamentali di trasparenza e visibilità.

In questo senso si auspica che le modalità, la rapidità e la qualità dell'approfondimento svolto in questi due mesi dalle Commissioni parlamentari contribuiscano a trasmettere un primo e sostanziale messaggio di fiducia ai risparmiatori ed ai mercati finanziari.

Questo messaggio dovrà essere sollecitamente confermato e corroborato dai fatti conseguenziali, traducendosi nella adozione delle misure di carattere legislativo che sappiano innescare quel processo di trasformazione richiesto dall'evoluzione del contesto internazionale e dalla necessità di superare senza ulteriore indugio le difficoltà di adattamento che il sistema italiano ha evidentemente manifestato.

I risparmiatori devono poter fare pieno affidamento sul sistema creditizio e finanziario; il ruolo e i poteri delle istituzioni di vigilanza vanno adeguati alle nuove dinamiche dei mercati; la *corporate governance* deve garantire la trasparenza e la funzionalità degli assetti societari.

Questi obiettivi richiedono interventi riformatori, mirati ed incisivi, tali da rinnovare e rilanciare l'immagine complessiva del sistema finanziario e creditizio, restituendo pienamente ai risparmiatori la fiducia che è condizione necessaria per il funzionamento dei mercati.

