

insediamenti (145). 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 finanziario (146). Il Governatore ha segnalato come l'applicazione del nuovo accordo di Basilea, che richiederà a tutte le imprese bilanci trasparenti e completi, comprensivi anche delle attività estere, possa riuscire fruttuosa a questo riguardo (147).

La diffusione di documenti contabili redatti secondo principi uniformi è stata richiesta anche dalla Confindustria, che ha segnalato altresì 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» straniere (148). I rappresentanti dell'ABI hanno suggerito al medesimo fine d'imporre ai certificatori l'obbligo di chiedere direttamente alle controllate estere le informazioni necessarie sulle operazioni significative poste in essere (149). 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 controllo (150).

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 d'iniziative intese a restringere la possibilità di quotazione in borsa o di certificazione del bilancio nei riguardi di società operanti in paradisi fiscali (151).

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 disastro 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 accertamenti (152).

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 della sua 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, quando se ne rilevi l'insufficienza occorrerà un proporzionale approfondimento delle verifiche. Qualora anche attraverso questi risultati impossibile formulare un giudizio fondato sul bilancio, il revisore dovrà dichiarare tale impossibilità (153).

È stato rilevato da più parti come la presenza delle società di revisione e delle agenzie di *rating* sul mercato configuri un regime di

oligopolio (154). Su tale struttura oligopolistica dell'offerta di servizi di revisione, 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 mercato (155). 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 prestati per gli incarichi di revisione (156): ciò ha inciso sulla qualità stessa della revisione, trasferitasi su un piano prevalentemente cartolare (157).

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 d'imprenditori, banche e società finanziarie al capitale delle società di revisione (158).

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 (si veda più avanti, paragrafo 9. 1).

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 colleghi sindacali: le società di revisione sono infatti soggette a responsabilità contrattuale nei riguardi della società soggetta a revisione e a responsabilità extra-contrattuale 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 sociali (159).

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 Uniti (160) e l'adozione dei principi IOSCO in materia di analisti finanziari e agenzie di *rating* (161).

Più specificamente, si è ravvisata l'esigenza di rafforzare la disciplina delle incompatibilità con misure incidenti sia direttamente sulle società di revisione e sui 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 testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria ha abrogato con decorrenza dall'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 A.C. 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 d'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 revisione (162).

La nozione di rete, come definita nella raccomandazione della Commissione europea del 16 maggio 2002 sull'indipendenza dei revisori legali dei conti nell'Unione europea (163), comprende la società di revisione, le sue consociate e qualsiasi altra entità da essa controllata o con essa soggetta a controllo, proprietà o 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 – estendentesi, ad esempio, oltre la materia contabile alle operazioni finanziarie, alla disciplina tributaria e alle forme di organizzazione aziendale – giovi al perfezionamento delle capacità d'interpretazione 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 decisionale (164).

Una dettagliata analisi degl'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 appar-

tiene, con una descrizione dettagliata delle relazioni fra la società di revisione stessa gli altri soggetti ad essa collegati, da un lato, e le società sottoposte a revisione e le loro consociate, dall'altro (165).

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 rete (166).

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 gl'incarichi conferiti per un determinato tempo antecedente e successivo alla durata dell'incarico di revisione (167).

Un aspetto di dettaglio toccato nel corso dell'indagine concerne la conoscibilità dei professionisti operanti nell'ambito delle società di revisione. 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 esse (168).

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 testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria per la durata dell'incarico a quest'ultima conferito da un'impresa, di continuare a svolgere attività di revisione sui bilanci della 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) (169).

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 società (170). Occorre per altro rilevare che il problema può porsi anche specularmente con il passaggio di responsabili della revisione ad incarichi d'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 d'impresa, l'Associazione dei revisori contabili ha chiarito che, laddove concorrono un revisore principale e uno

secondario, spetta al primo verificare la reputazione dell'altro, imparire 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 complessivamente la responsabilità della verifica: in tal caso dovrà tuttavia riesaminare in dettaglio l'attività svolta dal revisore secondario (171).

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 annuale (172). Contro quest'ipotesi si sono espressi i rappresentanti dell'Associazione italiana dei revisori contabili, sia in ragione della complessità dei grandi gruppi industriali e delle dinamiche di acquisizione e fusione, che porterebbero inevitabilmente alla compresenza 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 gruppo (173).

6. 2. Nomina, durata e remunerazione degli incarichi.

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

Le ipotesi avanzate a questo riguardo contemplano la traslazione del potere di nomina dall'assemblea al collegio sindacale (o all'organo corrispondente nei modelli societari alternativi) (174) ovvero l'attribuzione del potere di proposta all'organo di controllo, con successiva deliberazione dell'assemblea (175).

Si è suggerito 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 testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria. 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'incarico (176).

Per quanto riguarda la durata dell'incarico, il Presidente della CONSOB ha rinviato a quanto suggerito dalla commissione Galgano in materia di durata dell'incarico (177), ossia il prolungamento a sei

esercizi (in luogo dei tre attualmente previsti) con il contestuale divieto di 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 rotazione (178). 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 certificare (179).

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 d'impiegarvi 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 commerciale (180).

Rispetto alla determinazione della retribuzione, che secondo l'Assonime dovrebbe essere parimenti rimessa all'organo di controllo (181), l'Associazione italiana dei revisori contabili, sulla base di quanto contenuto nella già citata relazione finale della commissione Galgano, ha proposto di affidare alla CONSOB la definizione di criteri generali (182). 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 revisione (183).

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 venire posta a carico di un fondo costituito dalle contribuzioni versate dalle società sottoposte a revisione per l'iscrizione nei listini di borsa (184).

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 gruppo (185).

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 degl'investitori e la garanzia del risparmio investito presso le imprese.

In questo quadro, si giustificherebbe 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 Accounting 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 finanziaria (186).

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 insufficienti (187), una maggiore possibilità di graduazione della loro intensità e la previsione di misure cautelari (188). 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 civile (189).

Si è proposto di sottoporre l'attività di revisione a certificazioni periodiche della qualità (190) sulla base di criteri stabiliti dall'autorità di vigilanza (191), 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 gl'incarichi ricevuti (192).

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 richiesti (193). Lo stesso suggerimento è stato avanzato dall'Associazione italiana dei revisori contabili in ragione della difficoltà di garantire altrimenti la copertura assicurativa di un'attività i cui profili di rischio – come rilevato dall'Associazione nazionale delle imprese assicuratrici – è altrimenti assai complesso definire (194).

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 degli operatori, intermediari e risparmiatori. Per quanto riguarda le prime, inoltre, il giudizio sugli strumenti finanziari è positivamente contemplato nella normativa 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 agl'impegni; da esso gl'investitori e i creditori possono ricavare una stima della probabilità d'insolvenza del debitore (195). 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 offerto presuppone i dati risultanti dalle comunicazioni pubbliche diffuse dalle società o forniti nell'àmbito del rapporto contrattuale con gli emittenti che richiedono il giudizio sui propri strumenti. Comunque, la veridicità dei dati non può essere accertata 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 interno (196).

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, essa ne dà immediata comunicazione a tutto il mercato, indipendentemente dal consenso dell'emittente (197).

Il servizio è remunerato dalla società emittente sulla base di misure prefissate e del tempo di lavoro necessario. La medesima 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 società (198).

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 incarichi (199).

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'àmbito 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 adottati (200). È stato anche suggerito, a quest'ultimo proposito, di affiancare alla tradizionale analisi economico-finanziaria una considerazione specifica dell'organizzazione societaria (201).

Un secondo aspetto critico è rappresentato dai conflitti d'interessi che possono interferire nel 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, dagli intermediari bancari per cui opera, dalla 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 autoregolamentazione, 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 disciplinari (202). 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 deontologici (203).

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, seppure parzialmente, le informazioni in essi contenute (204). 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 servizi (205).

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 indipendenti dai grandi centri di ricerca, con l'effetto di ridurre la copertura sulle piccole e medie imprese (206).

8. I mercati regolamentati.

Tra gli elementi meritevoli di approfondimento, benché non direttamente investito dalle crisi che hanno dato origine all'indagine conoscitiva, è emersa 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 mercati (207) 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 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 estere (208).

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 degl'istituti di credito (209). 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'indipendenza (210). Il Presidente della CONSOB ha per altro invitato ad approfondire questo tema in relazione alla possibilità di conflitti d'interessi nelle decisioni circa la quotazione delle società (211), suggerendo a questo riguardo la via di una regolamentazione attraverso atti normativi secondari (212). Un'ipotesi più forte sarebbe quella di rimettere tali poteri all'autorità di vigilanza (213).

Invero, la proposta di direttiva europea relativa ai servizi d'investimento e ai mercati regolamentati (214) 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 circa 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 nei servizi a ciò correlati (215). Si è sostenuto altresì che l'introduzione di più soggetti nella gestione del mercato potrebbe attrarre ulteriori risorse accrescendo la funzionalità del sistema (216).

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 gruppo (217).

Relativamente al primo punto, il Governatore della Banca d'Italia ha osservato che l'articolo 129 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia assoggetta le emissioni di valori mobiliari e le offerte di valori mobiliari esteri in Italia all'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 difforni 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 Parmalat (218).

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, nella 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'indebitamento finora accertato. La misura dei finanziamenti erogati dal sistema bancario italiano costituisce del

resto lo 0,3% del totale degli impieghi, e – quand’anche dovesse verificarsene la perdita integrale – rappresenterebbe il 20% 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’investimento (219).

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 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 credito (220). Per quanto riguarda in particolare la centrale dei rischi, archivio al quale ogni banca comunica i nomi dei soggetti con 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 accertato (221).

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 proprietario (222). 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 noto (223).

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 impartitele, 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 pieno esercizio delle funzioni dell'organo di vigilanza e consentito l'elusione delle norme sulla concorrenza (224).

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 denunzia (225).

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 i compiti 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 diversa natura e rispondenti ad impulso e finalità differenti (226).

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 riguardanti l'opposizione del segreto a richieste d'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, nonché la competenza deliberativa del CICR e la riserva del potere di proposta alla Banca d'Italia (227).

Il Governatore della Banca d'Italia ha ribadito l'interpretazione secondo cui il CICR delibera su proposta della Banca d'Italia (228).

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 territoriale (229).

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 possono venire 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 bancarie di natura sistematica, e la stabilità microeconomica, riferita a ciascuna istituzione e realizzata attraverso la vigilanza prudenziale. Nel concreto perseguitamento 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 obiettivi (230).

Nel corso delle audizioni si è registrata ampia condivisione sul mantenimento del modello per finalità (231), 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 risparmio (232). Quest'ipotesi è stata poi esplicitata nel disegno di legge A.C. 4705.

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 credito (233).

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'impresa (234).

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 controlli (235). Occorre pertanto che gl'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'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private

e d'interesse collettivo (ISVAP) e alla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (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 settoriali (236).

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 stabilità (237) ovvero a quello competente in materia di sollecitazione del pubblico risparmio (238).

Da altre parti si è suggerita una diversa valutazione dei due aspetti. Secondo quanto ricordato, in particolare, dai rappresentanti di alcune organizzazioni sindacali, la natura di non completi intermediari che caratterizza i fondi pensione e la difficoltà di creare un vero mercato in questo settore giustificherebbero una separata vigilanza (239), 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 soggetti (240). 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 soggetti (241).

Le Commissioni hanno ascoltato nel corso dell'indagine i rappresentanti delle autorità di vigilanza competenti sui 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 settori (242). 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 gl'intermediari finanziari (243). Coerentemente, la COVIP, nel sistema attuale fondato sull'articolo 5 del testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria, esercita entrambe le funzioni (244).

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 complementare (245). 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