

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'America (32). 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 nazionale (33).

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 séguito 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 provvisti 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 finanziari (34).

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 obbligazionarie (35).

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 emanato con decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. 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'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 Lussemburgo (37). 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 patologia (39).

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 il reale stato dell'azienda, in quanto una banca non può analizzare la veridicità di un bilancio o accertare se un documento sia falso (40). 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'interessi (41). 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'investimento (42).

I rappresentanti degli istituti di credito ascoltati dalle Commissioni (Unicredit italiano, Sanpaolo IMI, Banca Intesa, Capitalia), dopo aver invitato a non demonizzare il ricorso al mercato obbligazionario, che resta comunque fattore di modernizzazione e strumento fondamentale per il finanziamento delle imprese, hanno decisamente escluso di aver mai utilizzato le emissioni obbligazionarie per rientrare da esposizioni 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 costituirebbe di per sé una patologia (in quanto trasferire rischi di credito a investitori professionali e consapevoli sarebbe prassi di mercato), diverso sarebbe il caso della traslazione a soggetti inconsapevoli dei rischi (43).

Ad ogni modo gli istituti di credito hanno rivendicato, tanto sul caso Cirio che su quello Parmalat, la sostanziale correttezza dei propri comportamenti, così come delle strutture e degli organi (44). 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 d'informazioni e precisazioni confermavano i dati pubblici, ma tutte le dieci emissioni obbligazionarie scadute prima della dichiarazione d'insolvenza erano state rimborsate regolarmente (45).

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

Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia e l'articolo 2412 del codice civile, nel testo novellato dalla recente riforma del diritto societario attuata con il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, consentono l'emissione di titoli obbligazionari in misura superiore al capitale sociale dell'emittente (46). 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 mercato (47).

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 transizione (48).

Sono state formulate nel corso dell'indagine ipotesi d'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 denunziato 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 estere (49). 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 consolidata (50).

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'insolvenza (51).

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 comprensibili (53). Una soluzione alternativa per la valutazione della rischiosità delle emissioni obbligazionarie potrebbe essere rappresentata — come suggerito da un'organizzazione sindacale — dall'impiegare a questo fine le valutazioni sul merito di credito che le banche dovranno elaborare secondo il nuovo accordo di Basilea (54).

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 informativo (55). In caso di successiva cessione ai risparmiatori individuali, gli intermediari dovrebbero inoltre fornire agli acquirenti un documento informativo predisposto sotto la propria responsabilità (56).

Si è rilevato infine come appaia causa di opacità l'esclusione — prevista dall'articolo 100, comma 1, lettera f), del testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria — di alcuni prodotti finanziari (obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario) dagli obblighi di comunicazione alla CONSOB e di redazione del prospetto informativo (57). È stato tuttavia rilevato che abrogare 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, l'Associazione nazionale fra le imprese assicuratrici (ANIA) ha proposto di distinguere tra i prodotti finanziari in cui il rischio è interamente o principalmente a carico del risparmiatore, e quelli in cui il rischio è sopportato in misura prevalente dalla compagnia di assicurazione (58).

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 d'investimenti non rigidamente regolamentati (59).

Per quanto concerne in particolare i conflitti d'interessi — 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'investitore (60). 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 ragioni specifiche, la principale fra le 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 emessi (61).

Per parte loro, le banche hanno evidenziato come il modello della banca universale con muraglie cinesi, pur presentando talvolta elementi di debolezza, resti comunque la formula affermata in tutto il mondo (inclusi gli Stati Uniti). Si tratta allora d'intervenire su tale modello per affinarlo, avendo riguardo non solo ai conflitti d'interessi interni al gruppo bancario, ma anche a quelli che si possono creare nei confronti, per esempio, delle aziende affidate (62).

Il problema legato alla polifunzionalità degli intermediari, a parere di Assogestioni, sarebbe invece risolubile attraverso le regole di comportamento previste nella proposta di revisione della direttiva sui servizi di investimento, elaborata con il concorso del Comitato europeo delle autorità di supervisione dei mercati finanziari (CESR) (63).

Il Ministro dell'economia e delle finanze (64) 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 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 A. C. 4705 presentato dal Governo alla Camera.

Benché, secondo una parte della dottrina, l'estensione dell'applicazione dell'articolo 2412 del codice civile vada considerata con cautela, potendo implicare il rischio di disimpegno del sistema creditizio dal mercato del collocamento (65), l'ipotesi in questo senso avanzata è stata condivisa da Assogestioni, che ha proposto altresì, quale rimedio ad una possibile traslazione del rischio connesso alla qualità dell'emittente dall'intermediario al risparmiatore, di prevedere che l'intermediario debba formalmente attestare la rispondenza o meno dell'investimento al profilo di rischio del cliente (66). L'ipotesi ha suscitato perplessità nel sistema bancario per la difficoltà d'identificare *a priori* in modo esauriente, non arbitrario e non lesivo della riservatezza la propensione al rischio di ognuno dei milioni di risparmiatori detentori di titoli (67). Su questa stessa linea si colloca l'ipotesi di richiedere agli emittenti di certificare, continuamente o a date precise, determinate caratteristiche di rischio dei loro prodotti (68).

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 pubblico. 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 (69).

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 fornita 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 intermediari (70). 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 operazioni (71) — possano indurre comportamenti difforni dalle regole di correttezza e dagli obblighi risultanti dal rapporto fiduciario con il cliente.

Il ricorso a strumenti anomali d'incentivazione del personale legati alla vendita di determinati strumenti finanziari è stato stigmatizzato dalle organizzazioni sindacali (72); ma ad esempio Banca Intesa ha escluso di avere fatto ricorso a sistemi basati su obiettivi incoerenti con i profili di rischio della clientela (73). Da parte sua il Presidente di Capitalia, escludendo che gli operatori a contatto con il pubblico abbiano mai avuto un obbligo o un interesse a insistere 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 soggetti diversi dalla banca (74).

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 esperti (75). Poiché infatti la banca è per essi il principale interlocutore, spetta a questa fornire 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 precontrattuale (76).

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 mercato (77).

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 (78).

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 » (79). 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.

Secondo Assogestioni, che ha insistito sulle regole di comportamento degli operatori, vanno rafforzati il livello e la frequenza della comunicazione finanziaria che emittenti e operatori sono tenuti a prestare al mercato, e dev'essere estesa l'informazione continuativa e periodica al cliente (anche senza sua richiesta) e a tutti gli agenti di uno stesso settore; occorre insistere sul dovere di usare la diligenza necessaria ad assicurare la migliore esecuzione delle attività svolte per conto dei clienti (la cosiddetta *best execution*) (80).

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*, ovvero con *rating* inferiore all'*investment grade*, e di sconsigliarne l'acquisto ai clienti che ne facessero richiesta (81), o l'introduzione di sofisticati strumenti per misurare i rischi finanziari dei portafogli dei risparmiatori nonché dei singoli titoli (82).

4. 6. Concentrazione del capitale e « scatole cinesi ».

Nel corso dell'indagine è emerso che uno dei problemi strutturali del sistema finanziario italiano risiede nell'elevato livello di concentrazione del capitale delle società quotate nelle mani di un ridotto numero di soggetti, i quali 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 la dialettica tra proprietà e direzione che viceversa costituisce uno dei punti di forza del modello di governo societario anglosassone.

Come ricordato da Borsa Italiana SpA, tale assetto societario può produrre un sostanziale squilibrio tra azionisti di controllo e minoranze in termini di rapporto tra capitale investito e potere decisionale, che può consentire un più elevato ricavo di « 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 capitale (83).

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 — per lo più di controllo — in un'altra società quotata.

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 intesi a rendere nota e trasparente la situazione del mercato, aumentando gli obblighi d'informazione sulle operazioni intragruppo; misure sul governo societario 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); utilizzo delle segmentazioni di mercato al fine di segnalare agli investitori i profili di potenziale criticità che caratterizzano le « scatole cinesi » (84).

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 confermata, 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 compagnie 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 riasicurazione (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 144 milioni relativi a pagamenti e rimborsi d'imposte (85). 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 Parmalat (86).

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 2003 (87).

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 possedevano (88). Non risulta interessato neppure il fondo del settore alimentare (Alifond), di recente istituzione, che non era in possesso di titoli dei gruppi insolventi (89). 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 Cirio (90).

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 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'Associazione nazionale fra le imprese assicuratrici (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 compagnia (91).

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 sottoposte al 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 garantite 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 Commissione di vigilanza sui fondi pensione (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* elevato (92).

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 categoria, cosiddetti negoziali, ponga la previdenza complementare tendenzialmente al riparo da condizionamenti di parte aziendale (93).

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 ne espliciti la valutazione 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, disciplinerà le regole in materia di conflitti d'interessi per i cosiddetti fondi pensione preesistenti (94).

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 testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria, un ruolo fondamentale per la vigilanza sul rispetto degli obblighi di legge, dei principi di corretta amministrazione e dell'adequazione del sistema amministrativo e conta-

bile 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 séguito della recente riforma del diritto societario), che — per la loro posizione — possono cogliere tempestivamente e segnalare disfunzioni e comportamenti scorretti degli amministratori (95). 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 controllo (96).

L'adempimento degli obblighi di legge da parte di questi organi e dei soggetti responsabili della revisione contabile costituisce — secondo quanto rilevato dal Presidente della CONSOB — il presupposto per l'intervento delle autorità di vigilanza, la cui tempestività ed efficacia può altrimenti risultare compromessa (97).

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 organo (98). 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 profonde carenze. La vulnerabilità di questi controlli in presenza di comportamenti fraudolenti gravi ed estesi non rappresenta d'altronde un fenomeno esclusivamente italiano, com'è risultato evidente da casi analoghi verificatisi in Europa e negli Stati Uniti (99). Le conseguenze sono assai dannose, 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 finanziaria (100).

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 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 sindacale (101). 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 societaria (102).

5. 1. Gli organi interni d'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 imprese (103).

A questo riguardo, sono state specificamente segnalate alcune cause di conflitto d'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 d'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 manifestarsi problemi e debbono apprestarsi conseguenti regole 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 occasione all'esercizio pretestuoso di poteri d'interdizione pregiudizievoli al perseguimento degli obiettivi sociali.

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 d'interventi di modifica normativa, mentre appaiono necessarie incisive riforme sui controlli interni e sui poteri dei sindaci (104).

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 ») (105). 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* (106). La previsione normativa di una relazione sulla struttura interna e sulla sua adeguatezza è stata richiesta dall'Associazione italiana dei revisori contabili (107).

Anche secondo i rappresentanti dell'Assonime, la diffusione d'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 stimolo (108). 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, prevenendo obblighi d'informazione al pubblico e poteri di verifica, ad esempio da parte del collegio sindacale (109). Per rafforzare l'affidabilità dell'informazione è stata prospettata l'ipotesi di sanzionare l'inadempimento degli impegni la cui assunzione in via di autoregolamentazione sia stata comunicata al pubblico (110). 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 mercato (111).

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 società (112).

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 Galgano (113) e le misure adottate negli Stati Uniti con il Sarbanes-Oxley Act (114).

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

presenza di membri indipendenti (115), definendo in modo più stringente la nozione d'indipendenza e affidando ai presidenti delle società quotate un ruolo di garanzia e non di gestione (116). La presenza di amministratori indipendenti è stata giudicata favorevolmente come fattore di trasparenza atto ad agevolare anche lo svolgimento della revisione contabile (117).

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 primi (118).

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 pubblico (119), ovvero imponga di mantenere il possesso delle quote azionarie per un determinato periodo (120).

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 testo unico delle leggi in materia d'intermediazione finanziaria —

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 soggetto 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. 231 (121).

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 interno (122). Un passo ulteriore a quest'ultimo riguardo sarebbe costituito dall'attribuzione della presidenza del collegio al componente di minoranza (123).

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 candi-

dati di minoranza al collegio; un ulteriore elemento di opacità derivava dalla mancanza della prescrizione di pubblicare i *curricula* dei candidati in tempo utile per l'assemblea (124).

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'impresa (125).

Dettagliate proposte riguardanti la composizione e la disciplina dei collegi sindacali sono giunte dai rappresentanti del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti (126):

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 la gestione del registro dei revisori contabili); designazione di un altro sindaco da parte dei rappresentanti degli obbligazionisti o dei 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 svolta (127) — 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 investiti delle corrispondenti responsabilità rafforzate da idonee sanzioni (128). 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 gruppo (129).

Per favorire l'indipendenza e l'impegno professionale dei componenti dei collegi sindacali è stato suggerito altresì di adeguare la misura della loro remunerazione, la cui determinazione è attualmente rimessa allo statuto o alla deliberazione dell'assemblea (130).

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 ardui l'aggiramento e l'elusione dei controlli (131).

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 responsabilità (132) o ad agevolare la partecipazione degli investitori istituzionali alla vita societaria (133): a questo riguardo, l'Asso-gestioni ha segnalato l'elevatezza dei *quorum* cui è soggetta la presentazione delle liste per l'elezione dei membri degli organi, che preclude la stessa possibilità di concorrervi (134).

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 delle leggi in materia bancaria e creditizia, e nelle corrispondenti norme di cui agli articoli 11 e 12 del testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria.

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 civile (135).

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'interessi 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 società (136).

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 valutabili (137). Di queste operazioni dovrebbe essere dato conto in apposita relazione dei sindaci (138).

5. 4. Insediamento nei cosiddetti paradisi fiscali o legali.

Benché lo stabilimento di società collegate nel territorio di Stati esteri nei quali vengano più favorevoli norme fiscali o di diritto societario sia pratica diffusa presso gli operatori economici italiani e stranieri, e non autorizzi di per sé solo a 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 nazionali (139). 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 fiscali (140).

Gli interventi immediatamente praticabili sul piano della collaborazione internazionale sono, in particolare, il rafforzamento della cooperazione 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* (141).

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» (142).

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, emanato con 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 finanze (143).

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) (144).

Il disegno di legge A.C. 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:

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 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