

I GAP DI INFORMAZIONE E CONTROLLO NEI CRAC CIRIO E PARMALAT E LE PROSPETTIVE DI RIFORMA[®]

FRANCESCO FIMMANO¹

(Associato di Diritto Commerciale
Università del Molise)

1. Il mercato finanziario e la ricchezza invisibile

I gravissimi casi Cirio e Parmalat, preceduti da numerosi episodi di collocamento di strumenti finanziari *junk* presso i risparmiatori, aprono uno squarcio di forte *discredito* sul mercato finanziario italiano e sul sistema dei controlli. Queste vicende infatti se da un lato non sono in grado in sè di generare squilibri all'assetto industriale del Paese né tanto meno a quello bancario, dall'altro lato minano irreversibilmente quella *fiducia* degli investitori e dei finanziatori che, in un mercato asimmetrico come quello finanziario basato su una ricchezza *invisibile*, rappresenta la pietra angolare del sistema.

Il crollo della fiducia, arretrata in poche settimane a livelli della fine degli anni '80, allontana i risparmiatori dalle imprese, producendo di conseguenza una minore capacità di sviluppo e di investimento con inevitabili *effetti sistemici*. Il premio al rischio su strumenti finanziari legati alle società quotate italiane è inevitabilmente salito, in controtendenza rispetto agli altri paesi dell'Unione, con un effetto negativo in termini di capitalizzazione di borsa per oltre 100 miliardi di euro. L'impatto non riguarda solo le società quotate, in quanto l'effetto si ripercuote anche sulle piccole e medie imprese in termini di *credit crunch* ossia di razionamento del credito da parte delle banche. Non a caso il progetto di legge sulla c.d. *Superconsob*, nelle diverse versioni circolate in queste settimane¹ esordisce individuando tra le finalità dell'*Autorità indipendente* innanzitutto quella di assicurare la tutela del risparmio e degli investitori e *la fiducia del mercato*.

Epifanica del grave pregiudizio provocato al credito di tutte le imprese italiane sul piano internazionale è stata la rappresentazione offerta dell'*affaire Parmalat* dal *Financial*

[®] Pubblicato in *Le società*, 2004, n.4.

¹ Il progetto è stato ufficialmente presentato alla Presidenza della Camera il 16 febbraio 2004 e stampato con il numero di A.C. 4705 (pubblicato in *Le Società on line*, www.ipsoa.it, con un primo commento di N. Abriani, *Dal caso parmalat alle nuove regole a tutela del risparmio*). Tuttavia ha avuto precedentemente pubblica, ancorché informale circolazione, in versione parzialmente diversa, nel testo deliberato dal Consiglio dei Ministri il 3 febbraio 2004. Parallelamente le Commissioni riunite (Finanze ed Attività produttive, commercio e turismo) di Camera e Senato hanno dato seguito ad una approfondita indagine conoscitiva "*Sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*", che ha prodotto uno schema di documento conclusivo di 80 pagine presentato l'11 marzo e approvato dalle Commissioni della Camera dei deputati il 18 marzo 2004.

Times che ha titolato, all'indomani del clamoroso tracollo, *high-risk companies in high-risk countries are junk*. Indipendentemente dalle responsabilità e dalle sanzioni, occorre quindi un intervento serio e forte diretto a ristabilire, almeno prospetticamente, un clima di fiducia nel sistema-paese.

La caratteristica fondamentale del mercato finanziario è, infatti, quella di avere ad oggetto ricchezza virtuale: quando si offre al pubblico un prodotto finanziario si offre sostanzialmente l'*informazione di una ricchezza*². Sul contenuto, sulla qualità e sul tempo di questa informazione e sulla efficienza e sulla efficacia del sistema dei controlli devono fondarsi le scelte di un legislatore che voglia effettivamente garantire l'allocazione ottimale delle risorse nel mercato favorendo l'attrazione delle stesse. Tali scelte devono tener conto delle specificità dell'ordinamento che è fortemente caratterizzato da un sistema di capitalismo familiare fatto di piccole e medie imprese, ove la regolamentazione deve rimanere prevalentemente *pubblica*, a differenza di altre realtà ove l'accentuazione del ruolo dell'autonomia e dell'autoregolamentazione trova la sua *ratio* nella centralità dei mercati, che in Italia hanno purtroppo ancora un ruolo marginale.

Anche la riforma del diritto delle società, pervasa dall'esigenza di costruire le norme secondo un metodo *economico* sulla scorta delle esperienze e delle influenze di paesi dominanti, è per alcuni versi sganciata dal contesto di riferimento. Introdurre vantaggi competitivi e comparativi, in relazione al finanziamento delle imprese in funzione della loro maggiore competitività nel mercato globale, in un quadro di *concorrenza tra ordinamenti*, vuol dire non solo introdurre istituti innovativi in astratto, ma garantirne la funzionalità in concreto.

I fatti di questi mesi, prima americani e poi europei, hanno dimostrato che la vera partita non si gioca solo sul piano degli strumenti, ma sulla capacità dell'*armamentario pluralista*³ di attrarre risorse nel tempo; considerato che le risorse si sono allontanate dalle imprese sotto i colpi della sfiducia⁴. Otto anni fa, nel commentare su questa stessa rivista la sentenza dichiarativa del disastroso dissesto della Sim napoletana "*Professione e finanza*" registravamo che i risparmiatori avevano subito, impotenti, le inefficienze non tanto delle leggi, spesso anche eccessivamente dettagliate, quanto dei soggetti istituzionalmente delegati al controllo del rispetto delle stesse⁵; inefficienze che

² E. Bocchini, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, Padova 2001, p. 110.

³ Così ha definito il Presidente della Commissione di riforma la variegata gamma di titoli partecipativi e di investimento (M. Vietti, *Le linee guida della riforma del diritto societario*, in *Le società*, 2003, p. 268).

⁴ Le emissioni di *corporate bond* da parte di società italiane italiane sono crollate già nel 2003 di oltre 5,5 miliardi di euro. Il ricorso delle società italiane al mercato obbligazionario specie *domestico* era già assai limitato e solo negli ultimi anni era aumentato soprattutto sul mercato internazionale anche al fine di eludere i limiti posti dalla legislazione interna (Banca d'Italia, *Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane*, ottobre 2003, in www.bancaditalia.it).

⁵ F. Fimmanò, *Sim Eurosime e disciplina dell'insolvenza*, nota a Trib. Napoli 6 giugno 1996, in *Le Società*, 1996, p. 944. Nello scritto si evidenziava che dalla relazione annuale della Consob (1995) «risulta che sono state avviate nei confronti della Commissione cinque diverse azioni di risarcimento danni da parte di gruppi di risparmiatori, di cui tre in particolare da parte di clienti di SIM fallite. Nei detti giudizi, i risparmiatori sostengono, in sostanza, che l'ingente danno economico subito va addebitato alle colpevoli omissioni della Commissione nell'attività di

costituivano un grave esempio della superficialità con la quale erano stati *gestiti* i primi cinque anni di vigenza della legge sull'intermediazione mobiliare. Sembrano purtroppo frasi scritte ieri.

Le forme di limitazione normativa e di controllo del c.d. *moral hazard* dell'imprenditore devono, dunque, essere adeguate al nostro contesto finanziario, caratterizzato da una larga prevalenza del finanziamento bancario, dallo scarso sviluppo di un sistema di regole di mercato e dalla circostanza che la borsa non svolge un ruolo evoluto per il controllo societario⁶. Anche se i clamorosi limiti che ha dimostrato il sistema statunitense⁷, seguito a ruota dai *gap* francesi, olandesi, inglesi⁸ evidenziano che si tratta di una patologia *globale*⁹. Ed in quest'ottica certe impostazioni ispirate a visioni radicali del c.d. *Shareholder value*, sono in fase di revisione¹⁰ anche oltre oceano, per effetto di una serie di interventi normativi a cominciare dal *Sarbanes-Oxley Act*.

Tuttavia seppure si tratta di un problema planetario e seppure la gran parte dei casi di insolvenza su *corporate bond* riguardino gli Stati uniti e in Europa la Gran Bretagna (la

controllo. E già in passato la Suprema Corte ha avuto modo di sancire che l'investitore può esperire questo tipo di azione risarcitoria. In particolare, nel caso del dissesto della società Previdenza S.p.A., capofila del gruppo Sgarlata, la Cassazione ha affermato che la responsabilità giuridica dei Ministri relativa alle conseguenze di loro comportamenti contrari alle leggi e lesivi di diritti altrui (negligenze o leggerezze commesse nell'esercizio dei poteri di vigilanza e controllo ovvero omissioni o inesattezze d'informazione), non diverge sostanzialmente da quella di qualsiasi altro cittadino investito di pubbliche funzioni e può sussistere ai sensi dell'art. 28 nei confronti di coloro che ne siano stati lesi -Cass. 2 giugno 1992, n. 6667, in Resp. civ. e prev., 1993, p. 576>>.

⁶ Si è rilevato al riguardo che i divieti quantitativi e le garanzie della solvenza in caso di *default* non sono previsti in altri ordinamenti e, in particolare in quelli in cui sono maggiormente sviluppati i mercati finanziari (M. C. Brescia Morra, *Finanziamento delle società di capitali e titoli di debito*, in www.dir. comm.it, p. 2). Tuttavia a nostro giudizio questa scelta del legislatore della riforma deve essere giudicata positivamente proprio per le caratteristiche peculiari del nostro ordinamento (cfr. F. Fimmanò, *Gli strumenti finanziari nelle società a responsabilità limitata*, in corso di pubblicazione in Banca, borsa e tit. cred.).

⁷ Ci riferiamo in particolare alle vicende Enron, Worldcom e Mobilcom, prima ancora che a quelle legate alla bolla speculativa dei titoli legati alla c.d. *new economy*.

⁸ Si pensi alla vicenda francese della *Vivendi* ma anche all'*Ahold* in Olanda e, in passato, alla *Maxwell* in Inghilterra.

⁹ I casi di insolvenza relativi a obbligazioni societarie verificatisi in Europa dal 1990 al 2002 sono stati 103 (32 dei quali nel solo 2002), per un ammontare complessivo di 65,5 miliardi di euro. In particolare per gli anni 2001 e 2002, il valore complessivo degli strumenti obbligazionari non rimborsati è stato in Europa di 11 miliardi e 300 milioni di euro nel 2001 e di 43 miliardi e 300 milioni nel 2002. Nel 2001, il tasso medio di *default* delle obbligazioni dei titoli classificati come speculativi è stato del 12,3 per cento, nel 2002 è asceso al 20,7 per cento, mentre per il 2003 il dato disponibile al mese di novembre è del 7,7 per cento. (Audizione dei rappresentanti di Confindustria, nella seduta del 22 gennaio 2004, e dell'Abi, nella seduta del 5 febbraio 2004 alle Commissioni riunite per l'indagine conoscitiva).

¹⁰ Si è osservato che "il pilastro basilare della tipicità-imperatività del diritto societario non è dunque più da collegarsi con il rilievo reale, cioè *ultra partes*, del contratto sociale, bensì con un'istanza del tutto diversa...la tutela del contraente debole, del possessore di risparmio diffuso e ignaro che cerca proficue occasioni di investimento sul mercato del capitale di rischio" (così F. D'Alessandro, <<La provincia del diritto societario (ri)determinata>> *Ovvero esiste ancora il diritto societario ?*, in *Riv. soc.*, 2003, p.39).

metà rispetto al numero di operazioni e i due terzi dal punto di vista del loro valore), la questione è che questi paesi hanno mercati finanziari maturi e imprese con strutture finanziarie mediamente solide e quindi possono incassare i colpi dei fallimenti, il nostro paese viceversa *non può permettersi* vicende del tipo Cirio e Parmalat.

2. Proprietà, governo e finanziamento delle multinazionali “di carta”

Prima di entrare nel merito dei progetti di intervento sui sistemi di controllo interno ed esterno, è opportuno analizzare quale è stato lo scenario in cui si sono consumati i crac in oggetto, proprio per verificare quanta parte dell’inefficienza derivi dalle regole vigenti e quanta dalla mancata attuazione ed osservanza delle stesse.

I casi in esame sono veri e propri *gemelli diversi*: aziende che traggono origine da processi industriali e distributivi innovativi¹¹ che come per le altre multinazionali tascabili¹² italiane hanno dimensioni più ridotte delle loro omologhe straniere. D’altra parte nel nostro sistema il ridottissimo numero di grandi imprese e la struttura del c.d. capitalismo familiare hanno generato la diffusione di un modello organizzato spesso in modo piramidale, mediante il quale un singolo soggetto, o meglio una famiglia, si assicura con il minimo capitale, il massimo controllo, senza il rischio di essere sottoposto a scalate¹³. Si è osservato che, da questo punto di vista, il gruppo costituisce una forma in qualche modo *degenerata* della società per azioni propria di paesi in cui la borsa non ha mai

¹¹ La banda stagnata utilizzata da Francesco Cirio a metà dell’800 per inscatolare i pelati e la lunga conservazione del latte ideata dai Tanzi accompagnata all’idea sviluppata con il gruppo *Tetrapak*.

¹² A. Colli, *"Multinazionali tascabili e quarto capitalismo: un profilo storico e problematico"*, *Annali di storia dell'impresa*, 2001, n. 12.

¹³ Cfr al riguardo L.A. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, in *Concentrated Ownership*, Randall Mork, 2000; M. Bianchi, M. Bianco, L. Enriques, *Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy*, 1998, in www.ssrn.com; cui rinviano G. Rossi, A. Stabilini, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 29. I primi dimostrano che in una struttura di controllo a tre livelli costruita su partecipazioni pari al cinquanta per cento ad ogni livello, l’azionista di comando controlla l’ultimo anello con una capitale di rischio investito pari al 12,50 %, e la percentuale scende addirittura al 6,25 % se si aggiunge un quarto livello. Nel secondo saggio si osserva che, prendendo come riferimento il 1996, il possesso di una unità di capitale di una società quotata, consentiva in media di controllare 1,95 unità dello stesso capitale, ed il valore saliva addirittura ad oltre 4 se si escludevano le società controllate dallo Stato o da azionisti di natura finanziaria. In particolare i valori per alcuni dei maggiori gruppi industriali del Paese sono risultati i seguenti Fiat 9, De Benedetti 10, Falck 4, Compart 4, Ligresti 4. In realtà il fenomeno dei gruppi piramidali è rilevante anche in altri Paesi (per una ricognizione M Faccio, H.P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, 2001, in www.ssrn.com). Sul tema anche P. Nicoletti, *Le minoranze di controllo nelle società quotate*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, p. 297 s.

ricoperto il ruolo di mercato per il controllo societario¹⁴ ed ai quali non si adattano alcuni postulati di concezione neoliberista¹⁵ ipotizzabili in altri ordinamenti¹⁶.

Negli anni '90 i due gruppi, seppure a livello diverso, si mettono alla ricerca ostinata del dimensionamento globale, ricerca condotta senza guardare all'*Ebitda*, senza una corretta gestione dei mezzi di terzi¹⁷ e soprattutto senza denaro *vero*. La crescita impetuosa comportava la necessità di reperire risorse finanziarie ingentissime che il *core-business* non era certamente in grado di produrre. In particolare venivano effettuate una serie di acquisizioni con indebitamento a breve a fronte di investimenti ammortizzabili su orizzonti anche pluridecennali¹⁸.

La esponenziale crescita ha visto in parallelo la anomala continuità del *management* e la idiosincrasia per le regole della trasparenza e della professionalità. Nonostante la quotazione in Borsa ed il massiccio ricorso al mercato dei capitali, i gruppi non hanno mai “aperto” il *board* a consiglieri veramente indipendenti. Il ricambio ha riguardato solo “parenti ed amici”. I due gruppi, cercando di eludere i controlli, evidentemente poco efficaci, hanno continuato a far leva su di un *management* fatto “di

¹⁴ Cfr. C. Bentivogli – S. Trento, *Economia e politica della concorrenza*, Roma, 1997.

¹⁵ Cfr. in particolare Easterbrook F.H. – D. R. Fischel, *L'economia delle società per azioni*, Milano 1996, p. 72 con prefazione di R. Weigmann, Ed orig. Harvard Univ. Press Cambridge Ma. – London; cui si rifanno Enriques L. – Macey J. R., *Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, 86 Cornell L. Rev, 2001, p. 1165, pubblicato in italiano con parziali modifiche in *Riv. Soc.*, 2002 p. 78 s.

¹⁶ La Porta R. – Lopez De Silanes F. – Shleifer A. – Vishny R.W., *Corporate Governance Around the World*, 54 J. Fin., 1999.

¹⁷ Spesso le imprese affrontano la scelta delle forme più opportune di finanziamento sulla base di valutazioni affrettate, sotto l'impulso di esigenze impellenti, quali il risanamento finanziario, la ristrutturazione od anche l'espansione e lo sviluppo diversificato. Diventa decisivo allora individuare gli elementi di valutazione dei vantaggi e degli svantaggi delle diverse forme tecniche di accesso alle risorse di terzi, ognuna delle quali può presentare caratteri che meglio si adattano, rispetto ad altre, alle specifiche esigenze dell'azienda in quel preciso momento o per quello specifico affare. Il problema della scelta diventa quindi una fondamentale variabile strategica per il *management*, in grado di migliorare la posizione finanziaria dell'impresa con conseguente beneficio per la situazione economica ed il consolidamento della posizione patrimoniale (A. A. Dessy – A. Gervasoni – J. C. Vender, *Le piccole e medie imprese e il capitale di rischio*, Milano, 1989; L. Guatri, *La teoria di creazione del valore. Una via Europea*, Milano, 1991; B.G. Steward, *La ricerca del valore. Una guida per il management e per gli azionisti*, Milano, 1998; R. Brealy – S. Myers, *Principi di finanza aziendale*, Milano 1999).

¹⁸ Parmalat a partire dal 1992 ha moltiplicato per quindici il proprio fatturato consolidato, superando quota 7,5 miliardi di euro, ha realizzato acquisizioni ed investimenti in trenta Paesi contando più di 150 impianti e quarantamila dipendenti. Negli ultimi anni la crescita incontrollata ha riguardato soprattutto il sudamerica ed una diversificazione non strategica che ha di fatto distrutto valore invece di crearne. La Cirio, dal canto suo, dopo essere passata dalla famiglia Signorini alla Sme-Iri negli anni '70, attraversa indenne i vari tentativi di privatizzazione della Sme finendo ad una sconosciuta lega di cooperative lucane, la Fisvi, e da qui nel gruppo Cagnotti & Partners, nato dalle ceneri di Enimont ossia del caso più celebre di tangentopoli. Anche la Cirio comincia ad effettuare una serie di acquisizioni diversificate, che culminano con l'acquisto della Lazio e poi Del Monte ed il trasferimento infragruppo della brasiliana Brombil. Anche in questo caso via via che il gruppo si dilata specie in Sudamerica la redditività scende sempre più in basso fino a toccare tra il 1999 ed il 2000 il picco.

vecchi compagni di scuola e di vicini di casa”¹⁹. Viceversa lo sviluppo esponenziale avrebbe richiesto l’accumulazione di competenze manageriali esterne e la delega delle responsabilità²⁰.

In ogni caso la tumultuosa ed incontrollata elefantiasi viene prevalentemente sostenuta, fino alla fine degli anni ’90, dal sistema bancario. Con il crollo delle borse del 2000 e la richiesta del mercato di *corporate bond* ad alto rendimento, le multinazionali di carta, spinte ed aiutate nel collocamento dalle banche creditrici, cominciano ad immettere sul mercato una grande quantità di obbligazioni, con l’obiettivo principale e neppure malcelato di ribaltare l’enorme rischio, frutto delle elargizioni creditizie, dalle banche ai risparmiatori. Si sarebbe poi scoperto che le obbligazioni emesse, sottoscritte o acquistate per la gran parte da singoli risparmiatori valevano quanto la carta su cui erano stampate.... anzi nemmeno quella visto che si tratta di titoli *dematerializzati*.

Il tutto evidentemente reso possibile da una catena di connivenze, responsabilità e soprattutto di *conflitti di interesse*, interni ed esterni alle imprese²¹. Il *Wall Street Journal Europe* ha rappresentato l’intreccio anche un po’ provinciale di interessi finanziari, industriali e politici richiamando Lorenzo de’ Medici che nel 1473 scriveva “è dura la vita a Firenze per l’uomo ricco a meno che non controlli i poteri dello stato. E’ una strategia, quella di utilizzare l’autorità pubblica per ossigenare gli interessi privati, che Lorenzo perseguì nei 23 anni in cui si trovò a gestire la banca di famiglia”. Il giornale ne fa un paragone con le complicità e le connivenze che hanno creato il mostro Parmalat e ravvisa nello scandalo peculiarità tipicamente italiane con al centro le figure di questa sorta di baroni, adulati spesso senza ritegno indipendentemente dalla effettiva abilità imprenditoriale, e la cui manifestazione più eclatante e provinciale è emblematicamente rappresentata dal possesso della squadra calcistica cittadina²².

I collocamenti delle obbligazioni hanno seguito percorsi paralleli, anche se si caratterizzano in modo assai diverso sulla base di una differenza di fondo: i titoli Cirio erano dichiaratamente *inaffidabili* sin dalla prima emissione nel maggio del 2000, i titoli Parmalat apparivano più affidabili in quanto la colossale falsificazione era diretta proprio a simulare una “buona carta”.

I *bond* Cirio sono formalmente emissioni sull’euromercato mentre in concreto sono state trattate come domestiche ed emesse all’estero solo per eludere le norme sulla raccolta del risparmio presso il pubblico, in quanto prive di *rating* e prive evidentemente di prospetto informativo²³. Come tali, infatti, si tratta di strumenti finanziari non collocabili presso i risparmiatori ma solo nei confronti di investitori professionali così come previsto nelle varie *Offering Circulars*, perchè privi delle forme di garanzia e

¹⁹ Anche se la Enron aveva nel suo consiglio di amministrazione personaggi indipendenti, stimati, e molto qualificati, a cominciare dall’ex rettore della Stanford Business School.

²⁰ In questo senso, A. Goldstein, *Piangendo sul latte versato*, in www.lavoce.info.

²¹ I conflitti nascono quando gli agenti che dovrebbero fornire al pubblico degli investitori informazioni affidabili, hanno invece incentivi a distorcere la verità per favorire propri obiettivi.

²² *Parmalat – Now that’s Italian!*, *The Wall Street Journal Europe*, 19 gennaio, http://online.wsj.com/public/europe_richiamato in www.lavoce.info

²³ Il ricorso delle SpA italiane al mercato obbligazionario specie *domestico* è stato assai limitato e solo negli ultimi anni è aumentato soprattutto sul mercato internazionale anche al fine di eludere i limiti posti dalla legislazione italiana. Si veda al riguardo: Banca d’Italia, *Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane*, ottobre 2003, in www.bancaditalia.it.

pubblicità, anche se poi divenuti liberamente acquistabili in quanto quotati alla borsa di Lussemburgo. Si tratta di sette emissioni che vanno dal maggio del 2000 al maggio del 2002 per complessivi 1.125 milioni di euro, effettuate in gran parte da scatole vuote lussemburghesi²⁴ dichiaratamente incapaci autonomamente di qualsivoglia rimborso. Anche sul piano delle finalità, le emissioni (sembra un paradosso) sono “trasparenti”, in quanto l’obiettivo addirittura *dichiarato* era quello di ridurre l’indebitamento delle banche ribaltando il rischio (o meglio la perdita). D’altra parte come risulta espressamente dalla relazione dei Commissari dell’amministrazione straordinaria, il gruppo Cirio era potenzialmente insolvente già nel 1999 o al più tardi nel 2000 ed “i prestiti obbligazionari hanno solo permesso di rinviare il momento di evidenza dello stato di decozione”²⁵ per effetto del *default* e del successivo *cross default* dichiarato dal *Trustee* londinese²⁶ in applicazione della c.d. *acceleration* e che ha reso *due and payable* l’intero debito²⁷.

Ebbene già nel 2000 tutti gli indicatori consentivano agli analisti di comprendere che i prestiti obbligazionari servivano a permettere la *way out* alle banche. Le attività operative del gruppo non riuscivano a creare *cash flow* sufficiente alla copertura degli interessi relativi ai titoli emessi, per cui si doveva ricorrere a nuovo debito per coprire la spesa in conto interessi, secondo una delle più classiche formule di avvitamento finanziario delle imprese. Le ultime due emissioni di *notes* venivano effettuate significativamente ad un tasso crescente pur in presenza di una curva dei tassi di mercato fortemente discendente. In pratica, accertata l’impossibilità di rimborsare gli ingenti finanziamenti elargiti, gli intermediari hanno ribaltato gran parte della loro esposizione sugli investitori individuali i quali, a differenza degli investitori professionali erano in una posizione di evidente asimmetria informativa in ordine alla drammatica crisi finanziaria in cui versava l’impresa. Il *rating*, pur non obbligatorio, qualora fosse stato richiesto, di sicuro avrebbe messo in luce la pericolosità dei titoli emessi il cui collocamento sarebbe risultato praticamente impossibile.

²⁴ Cirio Finance Luxembourg SA (30 maggio 2000\ 30 maggio 2003) per 150 milioni di euro al tasso euribor + 275 b.p.; Cirio Finance Luxembourg SA (3 novembre 2000\ 3 novembre 2003) per 150 milioni di euro al tasso fisso di 7,50 %; Cirio Holding Luxembourg SA (6 febbraio 2001 12 giugno 2001 \ 16 febbraio 2004) per 275 milioni di euro al tasso fisso del 6,25 %; Del Monte Finance Luxembourg SA (24 maggio 2001\ 24 maggio 2006) per 200 milioni di euro al tasso fisso del 6,625 %; Cirio Del Monte Nv (14 marzo 2002\ 14 marzo 2005) per 50 milioni di euro al tasso Euribor + 325 b.p.; Cirio Del Monte Nv (14 marzo 2002\ - 31 maggio 2002 \14 marzo 2005) per 125 milioni di euro al tasso fisso del 7,75 %. Uno solo dei prestiti emessi dalla capogruppo italiana Cirio Finanziaria SpA (22 gennaio 2001\ 21 dicembre 2005) per 175 milioni di euro al tasso fisso dell’8 %.

²⁵ Relazione, Sezione seconda, pagina 136, pubblicata in *www. Cirio.it*.

²⁶ *Law Debenture Trust*.

²⁷ La posizione finanziaria netta verso terzi (azzerando i crediti verso la controllante Cagnotti e partners maturato per effetto del fittizio trasferimento infragruppo Brombil) rimane sostanzialmente stabile, passando da poco più di 1,2 mld. di euro di fine 1999 a 1,3, mld. di euro a inizio 2003, con un picco di 1,6 mld di euro nel 2000. Ma la composizione del debito cambia in modo epifanico: l’esposizione bancaria consolidata che a fine 1999 superava i 900 milioni di euro si riduce a 300 milioni e contestualmente, guarda caso, i prestiti obbligazionari hanno raggiunto gli 1.125 milioni di euro. Si pensi che il maxiprestito delle banche al gruppo Cirio, grazie ad una proroga, era giunto in scadenza il 31 gennaio 2001, proprio il giorno seguente al lancio del prestito obbligazionario principale.

Subito dopo il *default* la difesa delle banche si è basata sulla mancata sollecitazione. E' tuttavia inverosimile che migliaia di risparmiatori, non sollecitati all'investimento, abbiano volontariamente chiesto agli istituti di credito obbligazioni emesse da società lussemburghesi, che evocavano l'azienda alimentare, su un altro mercato comunitario. Viceversa il collocamento è avvenuto nella nota fase di *grey market* nei giorni precedenti l'inizio dell'offerta. Occorreva quindi informare i risparmiatori, così come stabilito dalla normativa che disciplina l'attività di negoziazione di strumenti finanziari, che vi era un conflitto d'interessi dovuto al duplice ruolo di soggetto erogatore del credito e di intermediario finanziario per il collocamento dei titoli della società presso il pubblico²⁸. La sollecitazione comporta, come noto, obblighi informativi ed in particolare la pubblicazione di un prospetto che deve contenere le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. E anche laddove non ricorrono gli estremi della sollecitazione, gli intermediari che collocano obbligazioni attraverso la prestazione di servizi di investimento sono tenuti comunque a comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati²⁹.

Nella vicenda Parmalat l'*escamotage* non è stato quella della fittizia costituzione di crediti infragruppo, tutto sommato "leggibili", e della ipervalutazione evidente a mezzo di formali reiterate cessioni e contro-cessioni infragruppo degli *assets*, ma quella del meno sofisticato e più becero falso. La falsificazione degli attivi di bilancio, addirittura attraverso la costruzione di pezze di appoggio rozzamente alterate, ha permesso di sottrarre agli occhi dei superficiali e disattenti analisti la reale situazione, gonfiando significativamente il suo merito di credito. La notorietà anche internazionale, ottenuta attraverso un sapiente *marketing* diretto più alla raccolta finanziaria che alla vendita dei prodotti alimentari, ha attratto sottoscrittori di titoli i cui interessi (e rimborsi) venivano pagati con le sottoscrizioni dei successivi acquirenti. Al momento del crac l'azienda aveva un rating ufficiale BBB- circostanza che ha consentito emissioni

²⁸ Il Ministro dell'Economia, nell'audizione nelle Commissioni riunite (seduta del 15 gennaio 2004) ha evidenziato "le patologie della traslazione forzata dei rischi delle banche a terzi (fondi e risparmiatori) attraverso le emissioni obbligazionarie; l'aggiramento del rapporto legale tra capitale e obbligazioni attraverso emissioni all'estero e garanzie su emissioni di società collegate con sede all'estero; l'elusione della normativa sul collocamento attraverso emissioni sull'euromercato destinate ad investitori istituzionali (con prospetti semplificati) e la loro successiva diffusione presso il pubblico senza le garanzie di legge".

²⁹ Gli intermediari devono altresì acquisire dai clienti le informazioni necessarie e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento (articolo 21 del Tuif).

sino all'ultimo, visto che questa è la soglia limite che convenzionalmente viene adottata per distinguere un titolo da *investment grade* a *junk bond* ³⁰.

Il progetto di legge sulla tutela del risparmio non prevede alcuna norma diretta ad una *quarantena* di questo tipo di obbligazioni. Andrebbero viceversa introdotte regole sul c.d. *holding period* ossia sul tempo minimo (almeno un anno) che deve intercorrere tra la sottoscrizione in sede di emissione di obbligazioni senza prospetto informativo da parte degli intermediari e la vendita delle stesse al pubblico ³¹. Negli Stati Uniti questa disciplina è contemplata nella [rule 144](#) della SEC, secondo cui l'investitore professionale che sottoscrive titoli emessi dalle società, o acquisti titoli al di fuori dei mercati regolamentati, può cederli a privati soltanto dopo averli tenuti in portafoglio per almeno un anno ³². Nella stessa logica andrebbero eliminate dal Tuf le norme ³³ sperequative che esonerano dall'obbligo di prospetto informativo e di comunicazione alla Consob le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario ³⁴.

³⁰ Il carattere di *investment grade* viene inserito nei regolamenti interni della maggioranza dei fondi comuni di investimento e delle gestioni patrimoniali come un requisito essenziale per l'acquisto e la detenzione in portafoglio di un titolo obbligazionario. Secondo S&P BBB- corrisponde a una probabilità di *default* pari allo 0,43 per cento entro un anno e all' 1,36 per cento a due anni. Anche gli *spread* di mercato sui *bonds* Parmalat sono aumentati solo nel mese di novembre 2003, quando sono sorti i primi dubbi sul fondo Epicurum. I *target price* sul titolo azionario delle maggiori banche di investimento erano in linea con le quotazioni di mercato, che negli ultimi anni, si sono di solito collocate tra i 2 e i 3 euro. Pertanto la capitalizzazione di mercato del capitale azionario presentava valori compresi tra 1.6 e 2.4 miliardi di euro, e un valore complessivo delle attività operative dell'azienda compreso tra i 5 e i 5.8 miliardi di euro. Nei casi americani di Enron e Worldcom a pochi mesi dalla dichiarazione dello stato di *default* le società continuavano ad avere un rating di BBB+, corrispondente in quel momento ad una probabilità di *default* storica ad 1 anno dello 0.18 per cento, e capitalizzavano in borsa miliardi di dollari, precisamente 6 mesi prima del fallimento Enron capitalizzava intorno ai 40 miliardi di dollari e WorldCom circa 30 miliardi di dollari.

³¹ E' stata prospettata inoltre 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* 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 (Audizioni del Presidente della Consob del 20 gennaio e dei rappresentanti dell'Assonime del 3 febbraio 2004).

³² Si tratta del c.d. *Lock-in*, previsto dalla proposta di legge n. 4639 di iniziativa dei deputati Fassino, Agostin, Violante, Bersani, Visco Benvenuti e Gambini.

³³ Art. 100, comma 1 lettera f.

³⁴ Si è rilevato che l'abrogazione di tale norma significherebbe introdurre nel panorama assicurativo una distinzione tra prodotti finanziari e prodotti del ramo danni e quindi si è proposto di distinguere tra prodotti finanziari in cui il rischio è interamente o principalmente in capo al risparmiatore e quelli in cui il rischio è sopportato in misura prevalente dalla compagnia (Audizione dei rappresentanti Ania del 17 febbraio 2004, documento conclusivo indagine conoscitiva p. 16).

3. La vigilanza sui mercati

La vigilanza sugli intermediari che collocano le obbligazioni presso il pubblico dei risparmiatori e sui collocamenti stessi incombeva, ed incombe alla Consob, che nella fattispecie si è difesa denunciando l'impossibilità di accedere alla centrale rischi, la carenza di poteri, l'impossibilità di conoscere le reali condizioni patrimoniali e finanziarie delle società in quanto falsificate e la difficoltà di penetrare i porti delle nebbie degli stati canaglia *off shore*.

Quanto alla *Centrale dei rischi*, questa ha la funzione di produrre informazioni *secretate* utili agli intermediari per il contenimento dell'alea derivante dal cumulo dei fidi in capo a un medesimo soggetto, per la valutazione del merito creditizio e in generale per la gestione del rischio. Si è rilevato che l'articolo 7 del [Testo unico](#) bancario dispone che il divieto alla divulgazione dei dati sui singoli affidati della Centrale non si applica nei confronti delle altre Autorità di vigilanza. Quindi la Consob avrebbe potuto tranquillamente accedervi³⁵.

In realtà il problema è un altro ossia che la Centrale censisce i crediti per cassa e di firma che la clientela riceve da banche e intermediari vigilati dalla Banca d'Italia, in pratica le banche italiane e le filiali di banche estere operanti in Italia. Dunque, la centrale censisce solo i crediti bancari a livello nazionale e non contiene nessuna informazione sui *corporate bond* emessi e sui debiti commerciali³⁶. Considerato che sistemi di rilevazione analoghi operano in molti altri paesi, occorrerebbe congegnare, in modo transfrontaliero, un sistema di aggregazione delle posizioni debitorie a livello sovranazionale.

Molto rilevante è invece la questione delle società c.d. *off shore*. Il progetto di legge sulla tutela del risparmio prevede norme sulla *trasparenza delle società estere* controllate da società italiane o a queste collegate o comunque parti di gruppi con operatività prevalente o rilevante in Italia o che raccolgono risparmio in Italia, che non ci sembrano sufficienti³⁷ (art. 39). Ci pare molto più agevole ed efficace vietare, almeno

³⁵ Così correttamente G. Ferri, *Una crisi invisibile dalla Centrale*, in www.lavoce.info.

³⁶ L'importanza a tal fine della condivisione di informazioni tra gli intermediari creditizi sul fatto che i loro singoli affidati onorino il debito (*black information*) ed, eventualmente, sull'esposizione degli stessi affidati (*white information*) è oggettiva.

³⁷ Il progetto prevede all'art. 39 che il Governo adotti norme dirette ad assicurare la trasparenza delle società aventi sede legale in uno degli Stati individuati con i decreti di cui all'art. 167, comma 4, d.p.r. 22 dicembre 1986 n. 917 secondo i seguenti principi e criteri direttivi: a) previsione dell'obbligo di allegare al bilancio della società italiana il bilancio della società estera redatto secondo i principi e le regole applicabili ai bilanci delle società italiane; b) sottoscrizione del bilancio della società estera anche da parte degli organi di amministrazione e di controllo della società italiana e certificazione del bilancio stesso da parte della società di revisione della società italiana, ovvero, se non nominata, da altra società di revisione; c) relazione dell'organo di amministrazione, sottoscritta dall'organo di controllo, e da allegare al bilancio della società italiana, sui rapporti intercorrenti tra la società italiana e la società estera; d) controllo da parte dell'Autorità per la tutela del risparmio, del bilancio della società estera controllata o collegata a società italiana con titoli quotati o diffusi tra il pubblico in misura rilevante e pubblicità dei relativi rilievi mediante documento da allegare al bilancio della società italiana; e) estensione al bilancio della società estera delle responsabilità civili, penali e amministrative previste in relazione al bilancio della società italiana; f) riferimento all'art. 2359, c.c., per la nozione di controllo e di

entro certi limiti, alle società quotate di avere queste appendici in paesi eufemisticamente noti come paradisi fiscali (in *black list*) e che in realtà sono veri e propri *paradisi criminali*. Nessuna ragione di concorrenza tra ordinamenti e di *competitività* può giustificare che soggetti che operano, o sono quotati su mercati regolamentati, abbiano veri e propri buchi neri in luoghi sottratti alle regole di civiltà giuridica dei Paesi moderni e che finiscono col vanificare la cogenza degli ordinamenti di appartenenza delle società madri.

E' semplicistico ritenere che per le società che sono incorporate in Italia e controllano società estere o che comunque fanno parte di gruppi internazionali, ma con dominante attività in Italia e la partecipazione in controllate o collegate, basterebbe prevedere che devono redigere i bilanci come se fossero italiani e applicare le regole e le responsabilità di *corporate governance* come se fossero in Italia". Basti pensare che nonostante le pressioni di Londra, la dipendenza inglese delle isole Cayman continua a rifiutarsi di applicare la direttiva europea sul risparmio e contro le frodi fiscali ³⁸. E' vero piuttosto che il problema dei paradisi legali assume centralità nella vicenda *globale* dei dissesti e quindi va risolto sul piano internazionale ed in modo transfrontaliero, al fine di evitare forme di concorrenza "al ribasso".

Occorre inoltre rendere più effettivi e significativi i controlli sull'*accesso alla quotazione e sul collocamento* di strumenti finanziari in mercati regolamentati congegnando un meccanismo diverso dall'attuale, in modo da evitare vicende di ordinario dissesto previste e prevedibili ³⁹. Si è giustamente osservato, che, di regola, quando una società non quotata o strumenti finanziari di partecipazione alla stessa, vengono venduti, chi compra si affida a professionisti per effettuare un'accurata ed onerosa *due diligence* e pretende garanzie reali in ordine ai pericoli di sopravvenienze passive e di insussistenze di attivo ⁴⁰. Quando una società si quota, invece, anche se la natura del compratore esigerebbe un'attenzione ancora più forte, nessuno effettua una effettiva indagine sulla società e sul suo patrimonio, anzi è il venditore a servirsi di plotoni di consulenti per provvedere al migliore dei *lifting* possibili. Orbene visto che è difficile ipotizzare che le Autorità di vigilanza possano dotarsi di un apparato di analisti-ispettori in grado di esercitare un controllo pari a quello che esigerebbe un compratore privato, o uguale e contrario all'attività degli *advisors* dell'*Ipo* o del collocamento di strumenti partecipativi, la soluzione è quella di rimettere la responsabilità del collocamento a investitori

collegamento; g) attribuzione all'Autorità per la tutela del risparmio del potere di dettare disposizioni di attuazione, oltre che dei poteri informativi ed ispettivi.

³⁸ Nella certificazione della relazione semestrale di novembre, Deloitte & Touche ha puntato il dito su un investimento da 496 milioni di euro in uno sconosciuto fondo registrato nelle isole Cayman rappresentato in Italia da un legale dei Tanzi. Per avere l'autorizzazione a girare alle isole Cayman il film tratto dal libro "Il socio" di John Grisham, una storia di riciclaggio di denaro sporco ambientata nel paradiso caraibico, la Paramount Pictures ha dovuto aggiungere tra le scritte di fine pellicola la frase "Questo lungometraggio non corrisponde assolutamente alla realtà". "Parmalat, comme tant d'autres...", *Le Monde*, 14 gennaio 2003, <http://www.lemonde.fr> in www.lavoce.info Le vicende italiane ha dimostrato il contrario.

³⁹ Le funzioni c.d. di *listing* vanno affidate alla Consob, anche perché Borsa SpA è in potenziale conflitto di interessi, essendo una società per azioni al cui capitale partecipano intermediari finanziari quotati ed in quanto interessata ad incrementare il numero delle società da ammettere alla quotazione a scapito dell'affidabilità.

⁴⁰ C. Scarpa, *Cani da guardia per decreto*, in www.lavoce.info.

istituzionali che avranno così tutto l'interesse a comportarsi esattamente come il compratore privato.

Riguardo poi alla carenza di *poteri e mezzi* della Commissione, questa è indiscutibile⁴¹. I poteri di vigilanza ispettiva devono essere rafforzati, e la possibilità di avvalersi dell'assistenza della Guardia di finanza (art. 4 comma 4, ddl) con compiti analoghi a quelli contemplati in materia tributaria, è un dato certamente significativo. Si tenga conto tuttavia che l'originario articolo 205 del Testo unico della finanza (d. lgs. n. 58 del 1998), nella versione trasmessa alle camere, attribuiva alla Consob il potere di effettuare ispezioni, perquisizioni e sequestri, venne soppresso in quanto le attribuzioni vennero considerate eccessivamente *intrusive*. Inoltre fino all'entrata in vigore del Tuf, la Consob aveva il potere di approvare il conferimento e la revoca degli incarichi alle società di revisione, ma la norma fu abrogata in quanto ritenuta eccessivamente *dirigista*⁴².

C'è però da rilevare che la Commissione pur con i limitati poteri a disposizione avrebbe potuto fare molto di più. Basti pensare che nella vicenda Cirio ha impugnato il bilancio dell'esercizio 2001 nel corso del 2003, contestando la correttezza della valutazione di alcune poste dell'attivo, tra cui i relevantissimi crediti vantati, tramite Brombil, nei confronti della controllante Cagnotti e *partners*, ritenuti di dubbia esigibilità. Eppure va ricordato che si tratta del credito vantato dalla controllata Brombil a titolo di prezzo della vendita infragruppo della Cirio avvenuta nel 1999, quindi quattro anni prima dell'impugnativa e soprattutto prima delle emissioni dei *junk bonds*. E' di tutta evidenza l'effetto di una impugnativa tempestiva concernente poste che in quattro anni non erano sostanzialmente mutate se non per gli ulteriori interessi di mora.

Quanto a Parmalat nell'ultimo consuntivo 2002 il gruppo aveva debiti finanziari per quasi sei miliardi di euro, ovvero per un importo superiore al suo valore complessivo di mercato. Il valore della capitalizzazione di mercato della società risultava inferiore a quello della presunta liquidità dichiarata, che era di oltre tre miliardi di euro. Il capitale azionario aveva un valore solo in quanto vi erano disponibilità liquide, il cui valore dichiarato risultava paradossalmente maggiore rispetto alla capitalizzazione di mercato della società. Tanto che, "se questi dati fossero stati veri, agli azionisti sarebbe convenuto distribuire tutta la liquidità esistente come dividendo ricavandone così un valore della partecipazione superiore a quello dato dalla vendita delle azioni sul mercato"⁴³.

Ma l'anomalia ancora più paradossale è che una società con consistenti disponibilità liquide, ben superiori alle esigenze fisiologiche di flessibilità finanziaria di una multinazionale, continuava negli anni a mantenere livelli di debito sempre più elevati,

⁴¹ N. Abriani, *op.cit.*, ricorda che dopo il caso Enron il Congresso americano ha aumentato di quasi il 40 per cento gli stanziamenti alla Sec.

⁴² Il dpr n. 136 del 1975 prevedeva la facoltà della Consob di negare l'approvazione della delibera di nomina della società di revisione, per incompatibilità o inidoneità tecnica e di revocare la società da un determinato incarico. Si tenga conto che quella norma sarebbe stata importante nel caso Parmalat, in quanto la Consob ha più volte ed invano contestato al gruppo la mancata applicazione del principio di revisione ispirato al principio internazionale n. 600, ossia che il revisore principale deve assumere la responsabilità del bilancio del gruppo revisionato, degli aspetti che rappresentano il *core business*, che esprimono un valore percentuale rilevante e anche delle parti che rilevano profili di criticità. La famigerata Bonlat, invece era assoggettata a revisione ad opera di società diversa da quella principale.

⁴³ Così G. Montesi, *Una ricostruzione del caso Parmalat*, in www.lavoce.info.it.

insostenibili dall'attività economica. Ebbene la società non ha mai dato risposte plausibili, né tanto meno era possibile desumerle dalla normale logica economico-finanziaria⁴⁴. Queste considerazioni, abbastanza banali, potevano essere fatte dagli organi di vigilanza, molti anni prima, visto che il meccanismo si è solo allargato, ma è stato sostanzialmente sempre lo stesso.

4. La “sana e prudente gestione” ed il rapporto banca-impresa

Passando alle (dis)funzioni della Banca centrale nelle vicende in esame, va evidenziato innanzitutto che le sue competenze riguardano le emissioni di titoli che superino un certo importo, ovvero non presentino caratteristiche considerate come *standard* da parte della stessa autorità competenti in materia. A norma dell'articolo 129 del Tub, “al fine di assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari, la Banca d'Italia può vietare le operazioni ovvero differire l'esecuzione di quelle superiori a determinati importi. Si tratta di un controllo che mira a evitare offerte che per quantità rilevanti concentrate in un determinato periodo ovvero per le particolare caratteristiche e condizioni finanziarie, possono ostacolare il buon funzionamento del mercato”⁴⁵. Gli interventi dell'Autorità devono avere di mira il mercato finanziario nel suo complesso e non la singola emissione per verificare la bontà dei titoli o l'affidabilità finanziaria dell'emittente. Tuttavia c'è da dire che nella fattispecie sono emersi oggettivi conflitti che hanno contribuito in maniera rilevante e patologica all'implosione dell'organizzazione dei controlli.

Gli obiettivi dei sistemi di regolamentazione e controllo dei mercati finanziari, come noto, sono la *macrostabilità*, che include la gestione della moneta, il credito di ultima istanza e la vigilanza sul sistema dei pagamenti; la *microstabilità* che comprende la verifica dei requisiti per l'esercizio delle attività d'intermediazione e i controlli sulla solidità patrimoniale degli intermediari; la *trasparenza e la protezione* dell'investitore che comprende gli obblighi d'informazione sulle emissioni e gli emittenti quotati, le regole per la tutela dell'integrità del mercato e la parità di trattamento e quelle sul comportamento degli intermediari⁴⁶.

Negli ultimi anni gli ordinamenti evoluti hanno abbandonato l'impostazione tradizionale per *soggetti* passando ad un'impostazione per *obiettivi* innanzitutto a causa dell'assottigliamento della linea di demarcazione tra le diverse attività degli intermediari con l'emergere di conflitti di interesse all'interno degli intermediari polifunzionali (la c.d. banca universale), tra le funzioni di emissione e collocamento, di credito e di gestione del risparmio⁴⁷. Questi conflitti si traducono in una immanente inefficacia della vigilanza considerato che chi regola la stabilità è favorevole inevitabilmente ad operazioni che

⁴⁴ Solo all'inizio del 2003 la banca *Lehman Brothers* ha infatti preavvisato i propri clienti sulle difficoltà di Parmalat, dopo essersi chiesta ed aver chiesto perché un gruppo *contabilmente* liquido per miliardi di euro, continuava a ricorrere alla massiccia emissione di obbligazioni.

⁴⁵ Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia, Titolo IX.

⁴⁶ Sul tema l'Audizione del prof. M. Onado nella seduta delle Commissioni riunite del 17 febbraio 2004.

⁴⁷ Il Governatore della Banca d'Italia nel corso dell'audizione innanzi alle commissioni parlamentari riunite VI e X, ha rilevato che comunque non è il caso di rimeditare il modello della banca universale.

riducono il rischio per le banche e chi assicura la trasparenza si deve istituzionalmente preoccupare di tutelare i singoli investitori garantendo tutte le informazioni possibili sul grado effettivo di rischio senza preoccuparsi se questo riduce i margini di guadagno dell'intermediario.

Evidentemente le autorità tradizionali, tipo Banca d'Italia, tendono per loro natura a privilegiare l'obiettivo della stabilità dei propri soggetti vigilati rispetto a quelli della protezione dell'investitore o della concorrenza. Quindi se in passato la concentrazione delle funzioni poteva essere fisiologica, il passaggio al modello della banca universale ha prodotto un conflitto immanente tra le sue diverse funzioni: l'erogazione del credito alle imprese, la raccolta del risparmio, la gestione dello stesso, l'emissione ed il collocamento dei titoli partecipativi o di debito delle imprese spesso finanziate. Conseguentemente il conflitto produce un altro conflitto tra stabilità e trasparenza: che è proprio ciò che è accaduto nelle vicende in esame e che quindi esige una rapida soluzione normativa che vada oltre la previsione delle c.d. *chinese walls*⁴⁸.

Sulla pericolosa tendenza degli intermediari a realizzare operazioni di ribaltamento dei rischi sul mercato finanziario dei capitali e per l'effetto sugli investitori d'altra parte si era già espresso criticamente anche Padoa Schioppa della BCE richiamando la necessità di garantire le forme di tutela graduate in ragione della loro natura professionale o meno, peraltro contemplate nella disciplina della sollecitazione all'investimento di cui agli articoli 94 ss. del Testo unico dei mercati finanziari. Sul piano tecnico questa tendenza rappresenta anche l'effetto negativo dell'accordo c.d. Basilea due, che chiede agli istituti un capitale adeguato per coprire ogni rischio di credito, senza concessioni alle diversificazioni di portafoglio, incentivandoli così a eliminare rischi dai bilanci⁴⁹.

Orbene rispetto alle prime versioni del progetto di legge sulla tutela del risparmio, si è passati dall'idea di un *single regulator* sul modello inglese⁵⁰ ad una ripartizione per finalità fino ad approdare ad un quadro di competenze ancora più plurale del precedente ove il rischio di sovrapposizione e confusione è oggettivo. E' innanzitutto venuto meno il trasferimento delle funzioni dell'Isvap e della Covip che l'originario art. 3 opportunamente accorpava nella nuova Autorità e che invece sopravvivono continuando ad esercitare sia controlli di trasparenza che di stabilità. Il progetto poi da un lato attribuisce all'*Autorità per la tutela del risparmio* i compiti di trasparenza ed alla Banca d'Italia quelli di stabilità, poi di fatto trasferisce anche poteri e competenze in tema di stabilità (ad esempio in materia di raccolta del risparmio e di controlli sulle emissioni di valori mobiliari)⁵¹. Infine il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio (CICR), che nella logica originaria doveva essere soppresso o comunque veder ridotti al lumicino i suoi compiti, vede viceversa ampliata la sfera di intervento che viene persino

⁴⁸ Si è osservato che le soluzioni adottate nei diversi ordinamenti si fondano sulla previsione di queste barriere operative tra i vari soggetti e sulla trasparente comunicazione del conflitto all'investitore (Audizione rappresentanti Abi nella seduta delle Commissioni riunite del 5 febbraio 2004). Si tratta quindi di affinare questo modello delle muraglie cinesi riducendone gli elementi di debolezza.

⁴⁹ *Securities and banking: bridge and walls, Lecture at the London School of Economics, London, 21 January 2002, in www.ech.int*

⁵⁰ Nel Regno Unito l'autorità unica (*Financial Services Authority*) opera con metodologie di supervisione basate sui fattori di rischiosità del sistema.

⁵¹ F. Vella, *Un'occasione persa*, in www.lavoce.info

allargata ai provvedimenti generali sui criteri dell'attività di vigilanza di tutte le Autorità. Al contrario è stato autorevolmente osservato che “considerata l'impossibilità di orientare le scelte d'impresa sulla base di decisioni di politica economica da realizzarsi attraverso la regolazione del credito, la soppressione del CICR sarebbe condizione per consentire al *Comitato permanente di coordinamento tra le autorità* previsto dall'art. 26 del ddl. n. 4705 di esercitare un importante ruolo nello sviluppo del sistema di rapporti fra autorità ivi delineato”⁵².

In ogni caso il disegno di legge trasferisce all'Autorità il compito di proporre al Cicr “limiti e criteri” per la raccolta di risparmio pubblico effettuata dalle imprese attraverso l'emissione di obbligazioni e tramite le banche, e più in generale ogni competenza in ordine alle emissioni di valori mobiliari italiani ed esteri⁵³. L'Autorità dovrebbe disciplinare anche l'emissione delle obbligazioni non convertibili o convertibili in titoli di altre società da parte delle banche e alcune operazioni di credito⁵⁴. La Banca centrale rimane, secondo il progetto, competente nella vigilanza sulle istituzioni di credito sulla stabilità del sistema finanziario, perdendo la vigilanza sugli intermediari finanziari⁵⁵ ed il potere regolamentare di indicare i limiti che le banche devono rispettare per la concessione di crediti a favore dei soggetti loro collegati o che partecipano al loro capitale.

Tutte le funzioni in materia di concorrenza attribuite alla Banca d'Italia passerebbero invece all'Antitrust: a partire dal compito di garantire la trasparenza dei contratti e dei servizi bancari, fino al potere storico di autorizzare l'acquisizione a qualsiasi titolo di partecipazioni azionarie rilevanti nel capitale delle banche, quando ricorrano condizioni atte a garantire una gestione sana e prudente sulla quale per il futuro la banca centrale dovrebbe solo essere sentita⁵⁶.

Una riforma razionale e non eccessivamente *destabilizzante* imporrebbe molto più semplicemente l'accorpamento dei controlli di stabilità nella Banca d'Italia, quelli relativi alla trasparenza nella Consob, e quelli in materia di concorrenza all'Antitrust. Ciò anche perchè l'attuale ordinamento, con una buona dose di strabismo, da un lato conserva una prospettiva settoriale, si pensi ad esempio alla vigilanza sulle assicurazioni o sui fondi pensione, e dall'altro una suddivisione per obiettivi, che però riguarda soltanto alcune attività di intermediazione.

Altra questione strettamente connessa con la vigilanza bancaria è quella delle “relazioni pericolose” tra il sistema creditizio ed il sistema industriale e dei conseguenti conflitti di interesse che a seguito delle privatizzazioni bancarie è divenuto un tema assai delicato, considerato che lo scarso sviluppo di investitori istituzionali ha generato una

⁵² Audizione del prof. Renzo Costi nella seduta delle Commissioni riunite del 9 febbraio 2004, resoconto stenografico pag. 15.

⁵³ Allo stato la Banca d'Italia può chiedere informazioni, ritardare e bloccare le emissioni che superano l'importo di 50 milioni di euro, ma può chiedere informazioni anche per le operazioni di importo inferiore.

⁵⁴ Fondiario, opere pubbliche, credito al consumo, credito su pegno.

⁵⁵ Compresa la tenuta del c.d. elenco speciale.

⁵⁶ Secondo l'attuale normativa, l'acquisizione deve essere autorizzata sia dall'Autorità di concorrenza che accerta che non si crei una posizione dominante nel mercato (art. 20 della legge n. 287 del 1990), sia dall'Autorità di vigilanza, la quale accerta che ricorrano le condizioni di una gestione “sana e prudente” (articolo 19, comma 5, Tub).

crescente presenza di imprenditori privati tra gli azionisti degli istituti di credito. Lo sviluppo degli aspetti finanziari nello svolgimento delle attività d'impresa ha comportato l'assunzione di partecipazioni incrociate con la detenzione di quote di capitale delle banche da parte di gruppi industriali e la presenza di imprenditori e amministratori di questi ultimi negli organi di gestione. Si è assistito in particolare negli ultimi anni ad una corsa di industriali pesantemente indebitati a entrare nei patti di sindacato dei più importanti gruppi creditizi⁵⁷. Non è arduo comprendere che questa improvvisa vocazione a diventare banchieri nasca da interessi per così dire *extrasociali*.

Ebbene nella prima versione del progetto di legge sulla tutela del risparmio era prevista un'articolata disciplina diretta ad evitare e sanzionare i conflitti di interesse tra banche ed impresa⁵⁸, ridotta poi nel testo finale alla disposizione secondo cui "l'art. 136 del decreto legislativo n. 385 del 1993 si applica a chi esercita funzioni di amministrazione, direzione o controllo presso una banca o altra società facente parte del gruppo di questa, alle società che detti soggetti controllano o presso le quali svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo e alle altre società facenti parte dello stesso gruppo" (art. 40). Allo stato dell'attuale legislazione la separazione tra banca e impresa è sostanzialmente affidata a tre strumenti: il divieto per le imprese di superare il 15 per cento del capitale delle banche; l'autorizzazione al superamento delle soglie fissate

⁵⁷ Il grado di indebitamento delle imprese italiane, ossia il rapporto tra debiti finanziari e somma dei debiti finanziari e patrimonio netto, è molto elevato e dopo aver toccato la punta nei primi anni '90 fino a arrivare al 58 % è sceso nel 2000 al 34 %, per poi risalire rapidamente fino all'attuale 42 per cento. In termini di Pil, l'indebitamento delle imprese italiane è pari al 61 %. Nel 2002 il rapporto *debt/equity* delle imprese italiane è stato pari all'1 % contro lo 0,66 % degli Usa, lo 0,52 % della Francia, lo 0,65 % della Spagna e lo 0,57 % della Germania. V'è peraltro un netto sbilanciamento del debito a breve la cui incidenza è del 65,3 %, contro il 25,9 % degli Usa, il 25,5 % della Francia, il 43,9 % della Spagna ed il 44,1 % della Germania.

⁵⁸ La bozza prevedeva che il Governo è delegato ad adottare, entro tre mesi dall'entrata in vigore della legge, norme dirette a disciplinare i conflitti di interesse tra imprese e banche e altre società che concedono crediti, secondo i seguenti principi e criteri direttivi: a) applicazione della disciplina nel caso di indebitamento complessivo superiore ad una percentuale dell'indebitamento totale dell'impresa; b) obbligo di comunicare il superamento all'Autorità per la tutela del risparmio, alla Banca d'Italia, alle banche o alle società che hanno concesso i crediti; c) sospensione del diritto di voto relativo alle partecipazioni rilevanti di cui è titolare l'impresa o le altre società appartenenti al suo gruppo nelle assemblee delle banche in caso di superamento, e divieto negli stessi casi di partecipazione agli accordi di sindacato; d) impugnabilità delle deliberazioni assunte con il voto determinante del soggetto che ha violato le disposizioni di cui alla lettera c, attribuendo il relativo potere anche alla Banca d'Italia ed all'Autorità per la tutela del risparmio; e) definizione della nozione di partecipazione rilevante con riferimento all'articolo 19 del decreto legislativo n. 385 del 1993; f) divieto di svolgere le funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso le banche a carico di soggetti che svolgono medesime funzioni presso l'impresa che ha ricevuto crediti o società del gruppo o parenti e affini entro il quarto grado; g) applicazione della disciplina anche a persone fisiche che svolgono tali funzioni nell'impresa che ha ricevuto crediti o società del gruppo, ovvero che detengono partecipazioni rilevanti nell'impresa, nonché al coniuge, ai parenti e agli affini entro il quarto grado; h) attribuzione all'Autorità, sentita la Banca d'Italia, del potere di dettare disposizioni di attuazione e prevedere casi di esclusione in ragione delle dimensioni dell'impresa; i) previsione di sanzioni amministrative pecuniarie e accessorie, in caso di violazione delle norme.

dalla Banca d'Italia (art. 19, comma 2, Tub); l'approvazione all'unanimità, da parte del Cda dei fidi concessi a membri del consiglio stesso (art. 136, Tub)⁵⁹.

5. I controlli interni, la revisione, le analisi finanziarie

Se la tutela del risparmio bancario è affidata alla vigilanza sulla sana e prudente gestione degli intermediari, la tutela del risparmio raccolto dalle imprese è inevitabilmente affidata ai controlli interni sulla gestione e alla sorveglianza sulla corretta e fedele rappresentazione della loro situazione interna.

Il progetto di legge governativo sui provvedimenti per la tutela del risparmio non dedica particolare attenzione ai nervi scoperti della *corporate governance*. E ciò in controtendenza con il dibattito in corso anche a livello di Commissione Ue⁶⁰ e di OCSE. Quest'ultima ha diffuso recentemente un documento provvisorio per la revisione dei principi di *governance* dell'impresa elaborati dall'organizzazione nel 1999, contenente un insieme di proposte scaturite da una serie di consultazioni avviate con vari governi, esponenti del mondo imprenditoriale ed esperti del settore economico e finanziario e finalizzata alla stesura di un documento definitivo unitario da presentare al Consiglio dell'OCSE previsto per la metà del maggio prossimo. Il documento, frutto di una riflessione proprio sulle crisi in esame, propone l'attuazione di una serie di misure più restrittive di *corporate governance*, fra cui la possibilità per gli investitori di nominare i *manager* della società, l'obbligo di trasparenza in capo agli investitori istituzionali sulle politiche di voto e sulla gestione dei conflitti di interesse, la possibilità per gli azionisti di esprimere un proprio parere sui criteri di remunerazione del *top management*. La proposta individua anche modalità di tutela dei creditori in caso di insolvenza della società e di risarcimento in caso di violazioni per i soggetti che abbiano interesse al buon andamento della società.

In particolare occorre affrontare il tema dell'indipendenza dei componenti degli organi interni di amministrazione e controllo e meglio ancora di introduzione effettiva di sistemi di nomina da parte delle minoranze, dei fondi nonché da parte degli investitori anche in titoli non partecipativi e di mero debito. In caso di inerzia poi dei soggetti portatori di

⁵⁹ E' stato autorevolmente rilevato che "tra questi strumenti solo il primo sembrerebbe necessario anche se insufficiente. Il secondo appare superato perché non si vede su quali basi l'autorità di vigilanza potrebbe desumere dal passaggio, ad esempio di una partecipazione dal 9,9 al 10,1 per cento, l'intenzione di un azionista-imprenditore di passare al ruolo di utilizzatore privilegiato di credito. Riguardo al terzo strumento, esso assicura pubblicità all'interno del Cda, ma non sembra sufficiente di fronte ai problemi attuali" (M. Onado, *Audizione alle Commissioni riunite*, seduta del 17 febbraio 2004).

⁶⁰ La Commissione in verità ha rilevato che non è necessario concepire un nuovo codice europeo di *governance*, ma occorre un approccio comune fondato su alcuni principi cui adeguare le legislazioni degli Stati nazionali. Nei particolari si è ipotizzato di inserire nei bilanci d'esercizio: il peso dei soci di maggioranza ed i rapporti intrattenuti con gli stessi; il riferimento ad un codice di comportamento e di segnalazione di eventuali rischi, un riepilogo delle riunioni degli amministratori, i poteri loro assegnati, i diritti riconosciuti ai soci ed i mezzi con cui esercitarli.

un *contro-interesse*, si potrebbe contemplare in via del tutto residuale la nomina da parte della Consob. Degna di attenzione è pura la proposta di prevedere, almeno in sede di autoregolamentazione, il divieto di cumulo nella stessa persona delle cariche di amministratore delegato e di presidente del Cda⁶¹. In verità le recenti modifiche al Testo unico della finanza, di adeguamento delle disposizioni ai nuovi modelli di amministrazione e controllo introdotti dalla riforma, hanno rafforzato il regime delle incompatibilità e dei poteri ispettivi degli organi di controllo interno, estendendo gli obblighi informativi agli organi di controllo anche alle operazioni influenzate da chi esercita attività di direzione e coordinamento⁶².

Il collegio sindacale è allo stato nominato e retribuito dalla maggioranza, e quindi dallo stesso *management* su cui dovrebbe esercitare il controllo. Molti sindaci hanno interesse a mantenere nel tempo la carica e questo indebolisce la loro azione. Occorrerebbe rivedere il meccanismo di nomina e di remunerazione, ad esempio prevedendo che i due terzi del collegio siano nominati da azionisti di minoranza e compensati a valere sui loro proventi. Ai sindaci potrebbe essere poi attribuito il potere di chiedere direttamente a terzi, senza il tramite della società, informazioni su operazioni compiute dagli amministratori⁶³, in modo comunque da evitare il fenomeno della socializzazione delle informazioni⁶⁴.

Discorso analogo vale per i consiglieri di amministrazione che sono nominati e retribuiti dalla proprietà e hanno interesse alla conferma. La loro indipendenza è affidata esclusivamente alle caratteristiche personali: troppo poco. Bisognerebbe stabilire l'obbligatorietà che nei consigli siedano anche amministratori che vengono nominati e rispondono a terzi, *con interessi contrapposti rispetto a quelli del manager o dell'azionista di controllo*. Inoltre, se nominati da azionisti di minoranza, potrebbero sorvegliare anche sul corretto comportamento dei sindaci e viceversa.

L'organizzazione dei controlli endosocietari può essere infine rafforzata trasformando in norme cogenti alcuni dei principi contenuti nel codice di autodisciplina c.d. Preda, redatto dal comitato per la *corporate governance* delle società quotate⁶⁵, e talora elusi nonostante le dichiarazioni di formale adesione⁶⁶. In particolare andrebbero

⁶¹ Audizione dei rappresentanti Abi del 5 febbraio 2004.

⁶² D.lgs. n. 37 del 6 febbraio 2004, in G.U. serie gen. N. 37 del 14 febbraio 2004, S.O. n. 24.

⁶³ Si tratta della proposta dei rappresentanti di Confindustria nell'Audizione del 22 gennaio 2004.

⁶⁴ Sul tema cfr. il Rapporto su "*Conflicts of interest in the Financial Service Industry: what should we do about them ?*", a cura di A. Crockett, T. Harris, F. S. Mishkin, E. White, patrocinato dal *Center for economic performance di Londra ed International Center for monetary and banking studies di Ginevra*, in versione riassunta in www.lavoce.info.it.

⁶⁵ Cfr. M. De Mari, *Corporate governance e nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. priv.* 2003, p. 541 s.

⁶⁶ Nel Cda di Parmalat finanziaria, in violazione dei principi di autoregolamentazione, sedevano ben otto dipendenti della società e altri componenti definiti formalmente indipendenti, presenti anche nel comitato di controllo interno, e che in realtà erano legati alla società (cfr. schema di doc. conclusivo dell'indagine parlamentare conoscitiva, p. 23).

trasfusi i principi riguardanti il ruolo e la composizione del Cda e del Comitato per i controlli interni, l'informativa ai consiglieri e la trasparenza delle operazioni con parti correlate

Decisivo nel quadro complessivo è il ruolo del revisore, articolazione centrale del controllo sulle informazioni societarie diretto ad assicurare la veridicità dei conti delle imprese e la trasparenza della loro situazione finanziaria. Rapporti troppo duraturi con il revisore agevolano l'emersione di comportamenti collusivi: una relazione lunga conviene alla società di revisione poiché da un lato stabilizza i suoi profitti, dall'altra ne riduce i costi perché fare la revisione del bilancio di una società già nota è meno costoso che certificare una società nuova.

In tema una linea guida importante può essere rappresentata dagli interventi del legislatore statunitense che contengono spunti estremamente interessanti.

In particolare la legge *Sarbanes-Oxley*, firmata dal Presidente Bush il 30 luglio 2002 ha l'obiettivo di verificare accuratamente la *corporate governance* e incrementare la credibilità di revisori contabili, avvocati e analisti finanziari. La Legge si applica a tutte le società tenute a presentare periodici *reports*, ai sensi delle Sezioni 12 e 15 (d) del *Securities and Exchange Act* del 1934. La maggior parte delle disposizioni trova applicazione anche per emittenti stranieri, mentre non si applica alle società non quotate, ad eccezione delle società che stanno per quotarsi ed hanno già presentato alla *Securities Exchange Commission* ("SEC") la relativa documentazione. Il legislatore ha concepito un *Public Company Accounting Oversight Board* ("PCAOB") per il monitoraggio delle società, le cui funzioni comprendono: la registrazione delle società di revisione che preparano revisioni per società quotate; i controlli su qualità, etica, indipendenza ed altri *standards* in relazione alla preparazione delle revisioni contabili; le ispezioni di società di revisione quotate; le investigazioni ed i procedimenti disciplinari nei confronti di società di revisione quotate e persone fisiche associate con tali società.

Il PCAOB è una società privata e *non-profit* composta da cinque membri scelti dalla SEC. Due dei cinque membri devono essere revisori contabili, mentre gli altri tre membri non possono essere revisori. La normativa ha inoltre lo scopo di eliminare i conflitti di interesse che si possono verificare quando una società di revisione fornisce contemporaneamente servizi di revisione e di consulenza allo stesso cliente o quando analisti finanziari raccomandano certi tipi di azioni in eventi pubblici o in pubblici *reports*. Per garantire una reale indipendenza, nessuno dei membri potrà esercitare, durante il proprio mandato, nessuna altra attività commerciale, né potrà ricevere compensi o pagamenti da società di consulenza contabile o di revisione. Il livello di *trust* che il pubblico ripone nei revisori esclude qualunque tipo di comportamento clientelare: la società di revisione non è cliente della società ma è cliente dei sottoscrittori.

Per evitare il conflitto di interessi è prevista la separazione dell'attività di consulenza da quella di revisione fornita dalla stessa società nei confronti della società quotata. Gli *Audit committees*, all'interno dei Consigli di amministrazione delle società quotate, sono considerati direttamente responsabili per la nomina, i compensi ed il monitoraggio del lavoro svolto dalle società di revisione in forza presso l'emittente. Inoltre gli stessi devono essere completamente indipendenti dal *management* della società.

La legge contempla poi disposizioni che rafforzano la responsabilità delle società, contemplando: *standards* specifici per i comitati di revisione di società quotate; la certificazione da parte dei dirigenti della società dei reports trimestrali o annuali trasmessi

alla SEC; la rinuncia di alcuni *bonus e benefit* da parte del *Chief Executive Officers* e del *Chief Financial Officers*, corrisposti da società quotate che sono state coinvolte in violazioni; il divieto di *insider trades* durante periodi di *pension fund blackout*; il divieto di prestiti personali dalle società ai loro amministratori e funzionari ⁶⁷.

Alcuni di questi spunti vanno rimodulati anticipando le soluzioni contenute nella proposta di revisione dell'ottava direttiva di armonizzazione del diritto societario fatta dal commissario europeo al Mercato interno Frits Bolkestein ⁶⁸. Innanzitutto bisogna prevedere che la scelta della società di revisione abbia l'assenso esplicito del consigliere che rappresenta gli azionisti di minoranza e dei sindaci; od in alternativa istituire un *audit committee*, composto esclusivamente da amministratori indipendenti, cui compete la nomina, sul modello appunto della *Sarbenes-Oxley*. In secondo luogo va sancito che un solo revisore sia responsabile per i conti consolidati di un gruppo al fine di evitare un sistema di scaricabarile. Bisogna vietare inoltre l'esercizio dell'attività di consulenza. Imporre una durata più breve alla lunghezza dei contratti rispetto agli attuali nove anni e impedire che al termine del mandato la stessa società di revisione possa essere impiegata da un'altra società collegata, anche all'estero. Il regime di rotazione deve riguardare non solo la società ma anche i *partners* e coloro che materialmente svolgono l'attività rispetto all'intero gruppo di società. E' necessario, infine, definire in modo chiaro il regime di responsabilità patrimoniale e prevedere un sistema di tariffe, meglio se fisse, idonee comunque a garantire una qualità appropriata e non condizionata dalla fornitura di servizi addizionali ⁶⁹.

E' molto importante, per finire, aumentare gli obblighi di trasparenza per gli *analisti di investimento* delle agenzie di *rating* ⁷⁰ e di certificazione, affinché siano obbligate a rendere noti gli interessi, attuali o potenziali, che possono avere nelle società oggetto di analisi. A tal fine andrebbero adottati i principi elaborati in materia dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) nel settembre del 2003 ⁷¹. L'attività delle agenzie di valutazione, che esprimono un giudizio di merito sugli emittenti di strumenti finanziari, e quella degli analisti finanziari, i quali suggeriscono strategie di investimento sulla base dell'andamento della società e del mercato ⁷², influisce

⁶⁷ Anche nel nostro ordinamento occorre reintrodurre il divieto, sanzionato penalmente, di concedere prestiti a favore dei componenti degli organi sociali.

⁶⁸ La proposta prevede molto opportunamente che le autorità nazionali, in ambito UE, siano tenute a relazionarsi tra loro e cooperare con organismi di Paesi terzi, quale il citato *Public Company Accounting Oversight Board americano*. La proposta contempla altresì una struttura di coordinamento europeo tra le diverse autorità nazionali e prescrive che il mancato rispetto di *standards* internazionali comporta il ritiro del gradimento del controllore legale o della società di *audit*.

⁶⁹ L'intervento potrebbe essere realizzato anche attraverso una tempestiva attuazione dell'art.160 del Testo unico della finanza che prevede l'adozione di un apposito regolamento del Ministero della Giustizia sulle incompatibilità delle società e del responsabile della revisione.

⁷⁰ Delle quali occorre favorire e accrescere la competizione.

⁷¹ Documenti n. 150 e 151.

⁷² Si è osservato che l'analista finanziario si trova al centro del sistema costituito dalle società su cui verte l'analisi, degli intermediari bancari per cui opera, della clientela istituzionale e privata. A fronte di questa catena di d'interessi, di cui l'analista può rappresentare l'anello debole, non è sufficiente l'autoregolamentazione, ma occorrono regole sanzionate o direttamente dalla legge, o dall'esercizio di poteri regolamentari dell'autorità di vigilanza, o attraverso l'introduzione

infatti in misura rilevante sulle decisioni degli operatori, intermediari e risparmiatori ⁷³. L'art. 37 del progetto di legge, relativo al recepimento della direttiva ⁷⁴ sull'abuso di informazioni privilegiate e sulla manipolazione del mercato (*market abuse*) prevede responsabilità e obblighi di correttezza e trasparenza a carico di chiunque produca o diffonda ricerche riguardanti strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari, ovvero altre informazioni concernenti strategie di investimento (comma 5, lett. iii).

L'auspicio è che gli interventi delineati siano rapidi, razionali, incisivi e non destabilizzanti, in modo da rendere più efficace l'esistente eliminando le inefficienze ed evitando di costruire istituti e strumenti più *propagandistici* che utili, tipo l'improbabile reato di "nocumento ai risparmiatori". Soluzioni troppo rivoluzionarie, anche in termini di competenze e strutture organizzative ⁷⁵, richiederebbero tempi lunghi di rodaggio e gli effetti sarebbero percepibili solo *nel lungo periodo*; in questa materia, in un momento storico in cui l'economia muta con una velocità impressionante, varrebbe quanto diceva Keynes e cioè che *nel lungo periodo saremo tutti morti*.

di obblighi associativi nei riguardi di un'organizzazione fornita di poteri disciplinari (Audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari).

⁷³ Già prima dei *crac* finanziari in oggetto si era osservato che l'ordinamento giuridico rimane indifferente rispetto al pericolo che analisti finanziari presentino al mercato rapporti che contengono informazioni capaci di incidere sul valore stesso dei prodotti, con l'effetto perverso di creare prima attese infondate e poi vendite precipitose, senza che *il falso in rapporto finanziario* od *il falso in informazioni economiche diffuse attraverso i mezzi di comunicazione di massa* costituisca delitto (E. Bocchini, *op. cit.*, p. 111).

⁷⁴ Il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (2003/6/CE) con deleghe regolamentari alla Consob per la normativa di dettaglio, deve ad esempio avvenire almeno entro il prossimo 12 ottobre, al fine di evitare l'entrata in vigore in ordine sparso dei regolamenti della Commissione Ue con sovrapposizioni e confusioni inevitabili.

⁷⁵ Il Prof. Giuseppe Guarino, già Ministro dell'Industria, ha evidenziato che quando si crea un'istituzione nuova, per almeno quattro o cinque anni non si raggiunge l'efficienza. Quando Bonaldo Stingher, alla fine degli anni Venti, ottenne l'affidamento della vigilanza alla Banca d'Italia prima preparò l'organizzazione e gli uomini (Corr. Sera, 25 gennaio 2004, p. 9).