

Commissioni Congiunte

6[^] (Finanze e Tesoro) e 10[^] (Industria, commercio turismo)
Senato della Repubblica

VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo)
Camera dei Deputati

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

Audizione del presidente Vittorio Merloni e
del direttore generale Stefano Micossi
Assonime - Associazione fra le Società Italiane per Azioni

Roma, 3 febbraio 2004

assonime

Vi sono tre profili che occorre regolare e controllare per una efficace tutela del risparmio.

Il primo è il rispetto dei doveri fiduciari verso i risparmiatori da parte di tutti i soggetti che collocano e gestiscono strumenti di risparmio e investimento. Il secondo riguarda i conflitti d'interesse per lo svolgimento da parte dello stesso intermediario delle diverse attività di banca d'affari, d'investimento e di credito ordinario. Il terzo è il sistema dei controlli sulle società che emettono strumenti finanziari a circolazione diffusa.

Le considerazioni che seguono si concentrano sui controlli sugli emittenti.

1. Mercato finanziario e imprese

In Italia, il finanziamento esterno delle imprese proviene principalmente dal sistema bancario, mentre è modesto il contributo delle emissioni di azioni e obbligazioni. Anche il numero di aziende quotate e la capitalizzazione di borsa sono bassi nel confronto internazionale.

La ragione principale sembra costituita dalla scarsa domanda delle imprese, che hanno potuto finanziare gli investimenti principalmente con fondi propri e sono state tradizionalmente riluttanti ad aprire il capitale a terzi. Lo stesso ritardo nell'introduzione di regole avanzate del mercato dei capitali – con il Testo Unico della Finanza (dlgs. 58/1998, cd. TUF) – conferma lo scarso interesse per questo canale di finanziamento.¹

In tutti i mercati azionari esistono strumenti per accrescere la stabilità del controllo, anche se i meccanismi sono diversi.² Tali misure non appaiono in sé criticabili: il mercato è in grado di valutarne l'effetto

¹La concentrazione e la natura prevalentemente familiare della proprietà delle imprese sono caratteristiche che l'Italia condivide con molti paesi europei. Anche nel Regno Unito, dove il mercato azionario è molto sviluppato e la proprietà delle imprese è diffusa, in molti casi esponenti della famiglia del fondatore restano nei consigli di amministrazione anche dopo la perdita della maggioranza del capitale.

² L'Italia si distingue per il ricorso alla piramidi societarie e alle azioni di risparmio. Nei Paesi Nordici prevalgono le azioni a voto multiplo, nei Paesi Bassi e nel Regno Unito l'interposizione di *trust* e uffici amministrativi tra il possesso di azioni e l'esercizio del voto, negli Stati Uniti e in Germania vari meccanismi tesi a rafforzare l'autonomia del *management*. Cfr. Aziende familiari e mercato azionario, Assonime, Note e Studi n. 58, gennaio 2003.

sulla contendibilità del controllo e di incorporarlo nel prezzo delle azioni e delle obbligazioni.

Negli anni recenti il ricorso a tali pratiche è diminuito su tutti i principali mercati – inclusa l'Italia, come documentano le Relazioni annuali della Consob – per i maggiori costi che esse impongono agli emittenti. Questo disincentivo si rafforza con l'integrazione e l'aumento della concorrenza nei mercati finanziari.

Diverso è il caso in cui si moltiplichino le società e le operazioni infragruppo con lo scopo principale di rendere opachi la situazione economica e patrimoniale e i flussi finanziari.³ Il comitato per il controllo interno, il collegio sindacale e la società di revisione sono tenuti a vigilare non solo sulla correttezza formale e sostanziale, ma anche sulle finalità e gli effetti delle operazioni. Il mercato, la Borsa e la Consob possono pretendere da ogni società quotata l'organigramma societario e un bilancio che rifletta tutti i rapporti del gruppo con le controparti bancarie e finanziarie e le parti correlate.⁴

Nuove direttive comunitarie – prossime all'approvazione – prevedono obblighi più penetranti di trasparenza sulle strutture societarie e gli strumenti finanziari emessi, incluse le obbligazioni.⁵ Nelle norme di recepimento si possono estendere tali obblighi alle emissioni delle società controllate e collegate assistite da garanzia della società quotata o del soggetto che la controlla, nonché a tutte le operazioni che hanno l'effetto di alterare la situazione economica e patrimoniale consolidata.

L'introduzione di limiti all'operatività estera delle società italiane non sembra necessaria per prevenire fraudolenti occultamenti delle reali condizioni economiche e patrimoniali. Obblighi adeguati di trasparenza, rigorosamente applicati dagli organi di controllo endosocietari, presidiati dalle norme sulla responsabilità di amministratori, sindaci e revisori, controllati dalle autorità di sorveglianza dei mercati, possono garantire lo stesso risultato senza limitare la capacità di competere delle imprese.

³ Nel suo recente saggio pubblicato in *Mercati, Concorrenza e Regole*, n. 3, 2003, Onado ricostruisce nel dettaglio la composizione del gruppo Cragnotti e il sempre più frenetico rimescolamento delle carte con l'aumento delle difficoltà finanziarie.

⁴ L'organigramma del gruppo Cragnotti era noto al mercato e alle autorità di vigilanza; esso è ricostruito nel saggio di Onado (pag. 510-11).

⁵ Si tratta delle direttive sulle offerte pubbliche di acquisto e sulla trasparenza delle società quotate.

Dopo l'adozione dell'euro sono aumentate le emissioni obbligazionarie delle imprese; peraltro, il ricorso a questo canale di finanziamento resta relativamente modesto, come documenta uno studio della Banca d'Italia.⁶

Molte emissioni hanno riguardato le maggiori imprese italiane, a sostegno di operazioni di investimento e acquisizione meritevoli del sostegno del mercato.

Nel periodo 1999-2003, circa la metà delle emissioni, pari a un terzo dell'ammontare raccolto, è avvenuta sull'euro-mercato. L'emissione in Lussemburgo consente notevoli risparmi di costo e di tempo rispetto al mercato italiano. Ciò ha consentito l'accesso al mercato dei capitali di imprese meritevoli di credito, anche di piccole dimensioni, tecnologicamente avanzate.

Lo sviluppo del finanziamento obbligazionario delle imprese merita di essere incoraggiato, come fattore di modernizzazione del mercato finanziario. Spetta agli intermediari e agli investitori istituzionali decidere che cosa può essere sottoscritto e collocato, assumendosene il rischio. Piuttosto, occorre verificare l'adeguatezza delle regole e dei controlli posti a tutela dei risparmiatori individuali.

Per le emissioni quotate o collocate con sollecitazione all'investimento sul mercato italiano valgono le regole di trasparenza e collocamento del TUF. Il prospetto è escluso per i prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione (art. 100 comma 1 lettera *f* del TUF).

Le obbligazioni di imprese private senza *rating* né prospetto sono riservate agli investitori professionali. Se, dopo l'iniziale sottoscrizione, le obbligazioni sono cedute a risparmiatori individuali dietro loro richiesta, si applicano le regole previste per la "negoziazione" e non vi è obbligo per gli intermediari di fornire un prospetto. La linea sottile tra sollecitazione (attiva) e negoziazione (passiva) lascia aperto un varco per comportamenti impropri degli intermediari.

In questo, la tutela del risparmio può essere resa più stringente, traendo dall'esperienza internazionale.⁷ Gli intermediari dovrebbero

⁶ Banca d'Italia, Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane, Bollettino Economico, n. 41, Novembre 2003.

⁷ Negli Stati Uniti la regola 144a della SEC obbliga gli investitori istituzionali a detenere per un anno i titoli sottoscritti in offerte a loro riservate. Nel Regno Unito, il periodo di detenzione

esser vincolati a mantenere l'investimento nelle emissioni a loro riservate per almeno un anno; in caso di successivo cessione a risparmiatori individuali, essi dovrebbero fornire agli acquirenti un documento informativo predisposto sotto la propria responsabilità.

L'obbligo di prospetto dovrebbe essere esteso a tutti i prodotti finanziari collocati presso il pubblico, come indicato dalla direttiva sul prospetto unico (n. 2003/71). Prospetti e note informative dovrebbero essere resi semplici e comprensibili.

2. Il regime di responsabilità degli amministratori e delle società

Incisivi strumenti di tutela contro l'operato illegittimo degli amministratori sono previsti dal codice civile: l'azione sociale (articoli 2392-93), quella dei creditori sociali (art. 2394) e quella dei singoli soci e dei terzi (art. 2395).

La riforma del diritto societario ha stabilito la responsabilità diretta delle società che esercitano attività di direzione e coordinamento, nei confronti dei soci delle controllate e dei creditori sociali (art. 2497). Gli amministratori dissenzienti e i sindaci possono impugnare le delibere consiliari non conformi alla legge o allo statuto; i soci possono impugnare le delibere lesive dei propri diritti (art. 2388 quarto comma).

Colmando una lacuna, la nuova disciplina precisa i compiti del consiglio di amministrazione e degli organi delegati (art. 2381). Il consiglio di amministrazione deve valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società e, inoltre, deve esaminare i piani strategici, industriali e finanziari della società e il generale andamento della gestione.

Gli organi delegati devono riferire al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale "con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni centottanta giorni" sul generale andamento della gestione, nonché sulle operazioni di maggior rilievo per dimensioni o caratteristiche.

obbligatoria è di sei mesi; nella prassi, la vendita al pubblico avviene molto raramente. In Germania, quando si cedono tali titoli a risparmiatori inconsapevoli, viene predisposta una nota informativa sintetica in lingua tedesca; la vendita al pubblico è infrequente.

Gli amministratori “sono tenuti ad agire in modo informato” (art. 2381 ultimo comma) e possono chiedere agli organi delegati ogni informazione utile allo svolgimento dei propri compiti.

Una novità significativa è stata introdotta con il dlgs. n. 231/2001, il quale prevede la responsabilità delle imprese per i reati commessi nel loro interesse dagli amministratori e altri dipendenti e collaboratori; il dlgs. 61/2002 ne ha esteso l'applicazione ai reati societari.

La disciplina prevede, come fattore di esonero della responsabilità, l'adozione di modelli di organizzazione interna idonei a prevenire la commissione dei reati da parte di *manager* e dipendenti della società, anche attraverso l'individuazione di un organismo interno di vigilanza.

L'efficacia della disciplina è affidata a un rigoroso apparato sanzionatorio che comprende, oltre a pene pecuniarie, la possibilità di sanzioni interdittive, fino all'esclusione dall'esercizio dell'attività imprenditoriale.

Infine, le operazioni con parti correlate sono disciplinate anche dal Regolamento Emittenti.⁸

Se la disciplina della responsabilità civile degli amministratori appare nel complesso adeguata, appare meritevole di revisione quella sugli illeciti penali e amministrativi.

Le pene previste per i reati di false comunicazioni sociali, falso in prospetto e falsità nelle relazioni e comunicazioni delle società di revisione appaiono insufficienti, anche per gli effetti sui termini di prescrizione. La lentezza dei procedimenti rende l'applicazione della sanzione poco probabile, riducendone l'effetto di deterrenza.

Inoltre, solleva perplessità l'inclusione nel dettato della norma di soglie quantitative di esclusione della punibilità per il reato di false comunicazioni sociali (art. 2621). Una soglia quantitativa può costituire un elemento di riferimento nella valutazione della rilevanza del reato,

⁸ Esso prevede la comunicazione al pubblico delle operazioni con parti correlate, concluse anche per il tramite di società controllate, che “per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione, possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente” (art. 71 bis).

non l'elemento esimente, perché ciò mina la percezione dell'illegalità del comportamento.

3. Il sistema dei controlli societari

Le società per azioni devono avere un collegio sindacale e un revisore contabile. Il collegio sindacale vigila, oltre che sull'osservanza della legge e dello statuto, anche sulla corretta amministrazione e l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo, e contabile (art. 2403).

I sindaci hanno ampi poteri di ispezione e indagine interna. Possono convocare l'assemblea, il consiglio di amministrazione e il comitato esecutivo; possono impugnare le delibere del consiglio di amministrazione e dell'assemblea; possono denunciare al tribunale le irregolarità nella gestione, anche delle società controllate. Nelle società quotate essi devono comunicare "senza indugio" alla Consob le irregolarità riscontrate.

Nell'ultimo biennio la Consob ha proposto sanzioni nei confronti di sindaci che non avevano ottemperato a questa disposizione; le segnalazioni di irregolarità sono subito aumentate.

Il controllo contabile delle società quotate è esercitato da società di revisione, iscritte all'albo speciale della Consob e sottoposte alla sua vigilanza (articoli 155 e segg. del TUF).

Le norme sulla nomina, la rotazione e le incompatibilità dei revisori possono essere rese più stringenti. Nel sistema attuale la nomina dei revisori e la determinazione del loro compenso sono decise dall'assemblea, su proposta degli amministratori, previo parere del collegio sindacale. Tali decisioni potrebbero essere attribuite al collegio sindacale oppure, nei nuovi modelli di amministrazione e controllo previsti dal codice civile, al comitato per il controllo sulla gestione e al consiglio di sorveglianza.

La durata dell'incarico dovrebbe essere piuttosto lunga (6-7 anni) per consentire ai revisori di sviluppare una conoscenza adeguata della società oggetto della revisione; ma il rinnovo dell'incarico dovrebbe essere escluso, per evitare che l'approssimarsi della scadenza possa

indebolire l'indipendenza del revisore. Il divieto di nuovo incarico dovrebbe applicarsi anche ai singoli revisori.

La responsabilità sul bilancio consolidato di un gruppo non può essere divisa tra più società di revisione. Il regime delle incompatibilità tra revisione e altre attività di consulenza dovrebbe essere esteso alla "rete" delle società di consulenza collegate.⁹

Nella sua attività di vigilanza, la Consob può richiedere alle società di revisione ogni informazione utile ed effettuare ispezioni; le sue sanzioni sono direttamente erogabili e possono giungere fino alla cancellazione dall'albo speciale. Tali poteri possono essere completati restituendo alla Consob l'approvazione dell'incarico e della revoca, che il TUF aveva soppressa, e attribuendole il compito di dettare gli *standard* della revisione.

Sulla scorta dell'esperienza statunitense, i poteri di vigilanza sull'attività di revisione potrebbero essere attribuiti a un separato organismo, seppure sotto l'egida della Consob.

4. Il ruolo dell'autodisciplina

Negli anni recenti Assonime, insieme agli altri soggetti della Piazza finanziaria, ha promosso lo sviluppo degli strumenti di autodisciplina delle società quotate.

Nel giugno 2002 il Forum per l'informazione societaria ha pubblicato una Guida¹⁰ che chiarisce gli obblighi informativi delle società quotate, in linea con le migliori pratiche internazionali.

Nell'ottobre 1999 il Comitato costituito presso la Borsa Italiana ha pubblicato la prima edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate:¹¹ esso contiene raccomandazioni sulle buone pratiche di

⁹ Tale proposta era già contenuta nella Relazione Finale della Commissione di studio sulla trasparenza delle società quotate, Ministero dell'Economia e delle Finanze, 27 settembre 2002 (cd. Commissione Galgano). Il concetto di "rete" è utilizzato anche nella raccomandazione della Commissione Europea sull'indipendenza dei revisori dei conti nell'Unione del 16 maggio 2002.

¹⁰ Forum Ref. - Borsa Italiana, Guida per l'Informazione al Mercato, Milano, 2002. Il Forum è costituito da Borsa Italiana e dalle associazioni degli emittenti, intermediari, gestori del risparmio e analisti.

¹¹ Comitato per la *Corporate Governance* delle Società Quotate, Codice di Autodisciplina, Milano, ottobre 1999.

governo societario, la cui formulazione è in linea con analoghi strumenti utilizzati nei principali mercati esteri.

Le disposizioni più significative riguardano i doveri degli amministratori, la composizione e il ruolo del consiglio di amministrazione, i controlli interni.

Nel luglio 2002 il Comitato di autodisciplina ha pubblicato una nuova edizione del Codice, che prevede un notevole rafforzamento delle raccomandazioni. Al consiglio di amministrazione viene attribuita la responsabilità di vigilare “sull’efficienza delle operazioni aziendali, l’affidabilità dell’informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti e la salvaguardia dei beni aziendali” (art. 9.1).

Il consiglio deve assicurare che il sistema dei controlli interni – definito come l’insieme dei processi aziendali di controllo della gestione e dell’operato degli organi delegati – consenta l’efficace identificazione e continua sorveglianza dei rischi aziendali (art. 9.2). A tal fine, esso deve costituire al suo interno un comitato per il controllo interno composto esclusivamente da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali devono essere indipendenti (art. 10.1).

Sulla base degli indirizzi fissati dal consiglio, gli organi delegati istituiscono il sistema dei controlli interni e ne nominano uno o più preposti, dotandoli di mezzi idonei (art. 9.3). Il preposto ai controlli interni deve essere libero da vincoli gerarchici verso i responsabili delle aree operative e riferisce agli amministratori delegati, al comitato per il controllo intero e ai sindaci. L’indipendenza del preposto ai controlli interni può essere rafforzata, rendendolo direttamente responsabile verso il presidente del consiglio di amministrazione e il comitato per il controllo interno.

Il Codice è stato criticato per la mancanza di sanzioni. In effetti, esso non è fonte diretta di obblighi giuridici; tuttavia, le istruzioni di borsa vincolano le società quotate ad informare il mercato sull’applicazione delle singole raccomandazioni, motivando l’eventuale decisione di non applicarle.

Le analisi dell’Assonime indicano che l’applicazione dei principi del Codice, inizialmente poco soddisfacente, interessa ormai la totalità delle

società quotate e che la qualità dei comportamenti è migliorata nel tempo.¹²

La sanzione delle soluzioni insoddisfacenti dovrebbe derivare dal mercato – azionisti, investitori, intermediari, analisti, agenzie di rating, stampa specializzata – attraverso l'aumento del costo del capitale. La pressione esercitata in questo senso può essere molto maggiore di quanto finora rilevato.

Una funzione di stimolo all'applicazione del Codice può derivare dall'introduzione di indicatori di *compliance*, che facilitino la verifica dei comportamenti effettivamente tenuti dalle società.

A tal fine, l'Assonime, in collaborazione con Emittenti Titoli e le maggiori società quotate, ha preparato una Guida alla redazione della relazione sulla *corporate governance* prevista dal Codice, che verrà inviata nei prossimi giorni a tutte le società quotate.

La Guida propone una presentazione tabellare, uniforme e sintetica, delle scelte compiute dalle società riguardo alle raccomandazioni del Codice, e suggerisce che la tabella sia allegata alla relazione sulla *corporate governance*. Tale impostazione, che troverà applicazione con le prossime assemblee di bilancio, dovrebbe accrescere la capacità del mercato di valutare la qualità delle gestioni societarie.

5. La vigilanza sui mercati e gli emittenti

Un intervento di riordino delle regole e dei controlli sui mercati finanziari s'impone.

L'integrazione dei mercati e l'erosione dei confini tradizionali di attività degli intermediari suggeriscono l'adozione di un metodo di vigilanza per finalità, per eliminare alla radice ogni impropria mediazione tra i diversi obiettivi della regolamentazione all'interno delle singole autorità.

Secondo questo modello, si affiderebbero a tre distinte autorità la vigilanza sulla concorrenza, quella sulla stabilità degli intermediari e quella sulla trasparenza, in ciascun caso con piena competenza per

¹² Assonime, Analisi dello stato di attuazione del Codice di autodisciplina delle società quotate, Note e Studi n. 58, 2003.

tutti i comparti del mercato finanziario – mobiliare, bancario, assicurativo e dei fondi pensione. I processi decisionali delle autorità devono rispondere a criteri uniformi di trasparenza, pubblicità e motivazione dei provvedimenti, eliminando ogni opacità delle autorizzazioni e dei divieti.

Secondo questa impostazione, i compiti della Consob includerebbero l'applicazione delle regole di trasparenza e di protezione dell'investitore per tutti i prodotti finanziari. Dovrebbe essere esclusa l'attribuzione di compiti di tutela della stabilità patrimoniale degli intermediari.

Già oggi la Consob ha il compito di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite dagli emittenti quotati e da quelli non quotati i cui titoli siano diffusi tra il pubblico dei risparmiatori. Lo scrutinio della Consob include la veridicità delle informazioni fornite, come è confermato dai suoi poteri di impugnare i bilanci "in ogni caso" (art. 157 comma 2 del TUF), a prescindere dal giudizio di sindaci e revisori.

A tal fine, essa può chiedere notizie e documenti agli emittenti quotati, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate, nonché assumere notizie dagli amministratori, dai sindaci, dalle società di revisione e dai dirigenti. Inoltre, essa può eseguire ispezioni presso gli stessi soggetti (art. 115 TUF). I relativi poteri di indagine possono essere rafforzati secondo le indicazioni della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato (n. 2003/6), ancora da recepire.¹³

Le sanzioni erogate dalla Consob colpiscono gli amministratori e i sindaci invece delle società. Inoltre, la Consob non applica direttamente tali sanzioni, ma le propone al Ministero dell'Economia. Meglio sarebbe, seguendo il modello *antitrust*, applicare le sanzioni alle società e attribuire il potere sanzionatorio direttamente alla Consob, anche al fine di rendere più rapidi i procedimenti.

All'aumento dei poteri della Consob deve accompagnarsi la piena valorizzazione dei diritti di partecipazione e di difesa per tutti i soggetti coinvolti nei procedimenti: la conoscenza degli atti istruttori, il contraddittorio, la verbalizzazione. Tali principi andrebbero fissati a livello normativo. Le regole procedurali della Consob dovrebbero essere

¹³ L'art. 12 della direttiva prevede che all'autorità competente siano conferiti, direttamente e indirettamente, tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle proprie funzioni, ivi inclusi i poteri di ispezione, di richiesta di cessazione di qualsiasi prassi contraria a legge, di avere accesso a qualsiasi documento e ottenerne copia.

integralmente pubblicate, come avviene per l'Autorità garante della concorrenza.

Per rendere effettivo il contraddittorio, appare indispensabile che i componenti del Collegio, cui spetta la decisione finale, non siano direttamente coinvolti nella gestione delle istruttorie. La funzione d'indagine, che culmina nella comunicazione delle risultanze istruttorie, dovrebbe essere ben separata sul piano organizzativo dalla funzione decisoria del Collegio.

L'esercizio efficace e credibile da parte della Consob dei penetranti poteri che si vuole attribuirle presuppone rafforzate garanzie di indipendenza rispetto all'esecutivo, sulla scorta dell'esperienza dei paesi più avanzati, insieme a meccanismi rinforzati di responsabilità (*accountability*) nei confronti del Parlamento.

Il riordino dei poteri regolamentari non può tralasciare i mercati di borsa. La trasformazione dei gestori da soggetti pubblici, o mutualistici, in imprese private con fine di lucro pone il problema dell'attribuzione dei poteri di ammissione a quotazione (*listing*) e della successiva vigilanza, per il possibile conflitto di interessi tra le funzioni del *listing* e quelle di gestione della società-mercato.

La proposta di direttiva sui servizi di investimento prefigura la separazione tra autorità di *listing* e gestione dei mercati, ma non la rende obbligatoria. Il trasferimento del *listing* all'autorità pubblica non deve, naturalmente, pregiudicare l'efficacia e la rapidità delle decisioni, oggi assicurate da Borsa Italiana in modo soddisfacente.

Contemporaneamente, la capacità di competere di Borsa Italiana può essere rafforzata attraverso la quotazione, che dovrebbe vedere il collocamento sul mercato della maggioranza del capitale. In tal modo si renderebbero disponibili risorse per lo sviluppo della piattaforma informatica e altri investimenti necessari. L'abbandono della struttura paramutualistica della proprietà eliminerebbe alla radice ogni possibile limitazione alla capacità di competere con gli intermediari bancari per il *trading* e i servizi *post-trading*.