

Testo provvisorio

Luigi Spaventa

Tutela del risparmio

Il lento cammino del legislatore

Assoreti – Capri – 13 maggio 2005

1 - Introduzione

1.1

Un esame del disegno di legge di tutela del risparmio nel testo approvato dalla Camera dei Deputati e ora all'esame del senato è un compito arduo per motivi esterni al suo contenuto. Abbiamo a che fare con una creatura concepita ben 18 mesi fa, ma non ancora venuta alla luce. Il ritardo trova spiegazioni, che non sono tuttavia giustificazioni: mesi di guerre di religione prima di espungere dal testo disposizioni istituzionali apprezzabili, ma estranee al tema del provvedimento; dopo un breve e improvvido assalto garibaldino all'inizio, un singolare atteggiamento di *benign neglect* da parte del Governo (e ognuno ricorderà invece il ruolo cruciale del Tesoro nella redazione del Testo unico del 1998); una seconda lettura che procede con passo non sollecito. Considerando che il Senato certamente (e in alcuni casi necessariamente) rinvierà alla Camera un testo emendato, ci troviamo di fronte, nel migliore dei casi a un *work in progress*; o addirittura, considerando la pochezza dei giorni lavorativi e le altre incombenze a un elaborato da trasmettere alla prossima legislatura. Oggi, a ben vedere, non sappiamo esattamente di che cosa parliamo.

In questo faticoso *iter* si è poi verificata una confusa sovrapposizione di iniziative legislative disparate: la riforma del diritto societario, che già aveva emendato il Testo unico dell'intermediazione finanziaria (TUF), è stata seguita da due decreti legislativi correttivi del testo originario; la legge comunitaria, che ha recepito la direttiva sugli abusi di mercato ha a sua volta modificato sia il TUF sia alcune disposizioni riformate del codice civile (la manipolazione di mercato, prima trasferita dal TUF al codice civile è ora tornata al TUF); il disegno di legge interviene sull'uno e sulle altre, recando anche disposizioni inconciliabili con la legge comunitaria già approvata (ad esempio la duplice riscrittura degli artt. 114 e 115 del TUF). In definitiva, chi voglia cercare di capire che cosa il legislatore ci propone è costretto a difficili acrobazie fra un testo a un altro: compito improbo e più arduo per chi non sia studioso o praticante del diritto e si muova pertanto a disagio in materie in cui, per il bene o per il male, la forma giuridica finisce per prevalere sulla sostanza economica.

1.2

In via di principio, nell'esame di un intervento di così penetrante modifica della legislazione vigente, ci si dovrebbero porre le seguenti questioni:

- (i) se l'intervento trovi ragioni valide, e quali ne siano gli obiettivi;
- (ii) se, dati gli obiettivi, le innovazioni divise siano efficaci per raggiungerli, sia in sé, sia, e non meno, in relazione alle possibilità di attuazione (*enforcement*);

- (iii) se i benefici che se ne otterrebbero eccedano i costi per il sistema e per i soggetti interessati: lo stesso disegno di legge chiede che la regolazione amministrativa si ispiri a un “criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari”: il *regulatory impact assesment* richiesto da questo principio di proporzionalità dovrebbe valere anche per la legislazione;
- (iv) se, infine, non vi siano omissioni, considerando che l’intervento di urgenza potrebbe offrire l’opportunità per dare soluzione anche ad altri problemi che si sono manifestati in sei anni di esperienza del decreto legislativo 58/1998.

In questo scritto non tenterò una disamina puntuale di un disegno di legge assai complesso. Non riocuperò di tante questioni di grande rilievo di cui esso si occupa: sindaci, società estere, revisori, mercati, delega per l’attuazione della direttiva sui prospetti, albo e organismo dei promotori. Cercando di tenere presenti i criteri che ho appena elencato, limiterò la mia esposizione a pochi punti più controversi: *corporate governance* e tutela delle minoranze, includendovi la disciplina delle operazioni con parti correlate; circolazione degli strumenti finanziari e conflitti d’interesse nella gestione del risparmio e nella prestazione dei servizi d’investimento; nuovo regime sanzionatorio e, a questo proposito, questioni di organizzazione della Consob. Prima di farlo, mi pare opportuno proporre una notazione di ordine generale riguardante, per così dire, l’ambiente in cui questa iniziativa legislativa ha preso corpo.

2 - L’ambiente

Gli interventi legislativi sulla finanza avvengono di solito (il TUF fu una felice eccezione) in reazione tardiva a danni massicci arrecati ai risparmiatori da scandali finanziari e societari: così negli Stati Uniti, sia nel 1933-34, sia con il *Sarbanes-Oxley Act*; così nell’impostazione di alcune direttive europee; così, ora, e in gran ritardo, in Italia. Ma forse questo denominatore comune è meno importante delle specificità locali.

In primo luogo, la genesi e la manifestazione degli scandali americani hanno interagito con la formazione e la successiva esplosione della grande bolla speculativa della *new economy* nella seconda metà degli anni ’90. Non così nel caso dei due grandi scandali italiani: Cirio e Parmalat erano società della *old economy*, né nate né cresciute sull’onda lunga di Wall Street: i loro vizi intrinseci erano antichi e il loro collasso sarebbe avvenuto indipendentemente dalle vicende dei

mercati.. Come ha notato uno studioso americano¹, negli Stati Uniti la patologia ha assunto la forma di manipolazione del conto profitti e perdite; nei casi europei (Parmalat, Hollinger e, aggiungerei, Cirio)² l'espropriazione degli azionisti è avvenuta svuotando le basi patrimoniali della società con accumulo fraudolento di passività non riportate in bilancio e sottrazione parimenti fraudolenta di attività da parte dell'azionista di controllo. Queste differenze possono essere ricondotte alle differenze nella struttura proprietaria. In un regime di proprietà diffusa, come quello prevalente negli Stati Uniti, i manager onnipotenti trovano negli schemi (degenerati) di compensi incentivanti e di *stock option* lo stimolo a massaggiare opportunamente i risultati gestionali (operando sulla *revenue recognition*) per influenzare i prezzi delle azioni. Un azionista di controllo che voglia espropriare gli azionisti di minoranza è meno interessato al corso delle azioni e procede per vie diverse: sottraendo risorse alla società per il mezzo di complesse transazioni finanziarie, assentite da docili consigli d'amministrazione.

Una seconda differenza riguarda il ruolo delle banche. Certamente negli Stati Uniti le grandi banche d'investimento hanno avuto responsabilità di rilievo nella creazione di condizioni favorevoli alla patologia societaria: con la connivente creazione di architetture finanziarie che consentissero il mascheramento dei conti; con rapporti infedeli degli analisti per agevolare il collocamento di titoli su cui esse ottenevano corpose commissioni. Ma, diversamente che in Italia, non è d'uso in quel paese il "fai da te" del risparmiatore per il tramite di sportelli bancari; né lo è la prevalenza di unione proprietaria fra banche, società d'investimento ed enti di gestione del risparmio. I conflitti d'interesse, attuali o potenziali, assumono dunque connotazioni diverse: più immediate, nei confronti della clientela, nel caso italiano.

Tanto conviene tener presente, per meglio comprendere la *ratio*, nonché gli eventuali difetti, di alcuni degli interventi proposti.

3 - La tutela delle minoranze nel disegno di legge

3.1

In un ambiente di proprietà fortemente concentrata, di scarso attivismo degli investitori e di controlli ambientali modesti, il disegno di legge si propone di contenere lo spazio di arbitrio dell'azionista di controllo, in cui si identifica una causa degli scandali recenti. Lo fa intervenendo

¹ John Coffee, Jr., "A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ", Columbia Law School Working Paper Series no.274, March 2005.

² Altri due casi europei, Ahold e Vivendi, hanno una più pronunciata connotazione americana: non rappresentano un'eccezione, perché le fallaci aprirono proprio nelle loro operazioni negli Stati Uniti.

sul diritto delle minoranze ad essere rappresentate nel consiglio d'amministrazione, a presiedere il collegio sindacale, a chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea e a esercitare l'azione di responsabilità³; sui poteri e sui requisiti dei sindaci⁴; sulla necessaria approvazione del consiglio d'amministrazione per le operazioni con parti correlate; introducendo la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari⁵; riscrivendo le disposizioni del TUF in materia di revisione dei conti, per quanto riguarda la durata dell'incarico, le incompatibilità, il divieto di svolgimento di altre funzioni di consulenza, i poteri di controllo della Consob.

Se alcune previsioni del testo legislativo non hanno suscitato obiezioni, altre hanno invece ricevuto pesanti critiche, da parte sia di studiosi sia di associazioni di categoria. Di queste mi occuperò, anche perché, a quanto si legge, esse trovano orecchie attente al Senato.

3.2

Uno dei punti più controversi riguarda la previsione di un voto di lista per l'elezione di un consigliere di minoranza, con soglia di partecipazione per la presentazione non superiore al 2,5% del capitale, e il diritto, con lo stesso quorum, di proporre integrazioni all'ordine del giorno assembleare. In termini generali, si è eccepito che questa previsione: riflette “una malintesa equiparazione tra democrazia parlamentare e democrazia societaria” (Belcredi e Micossi); comprometterebbe “il delicato equilibrio della *governance* delle società per azioni”, “dato da una maggioranza interessata alla gestione e che è perciò legittimata a gestire e da una minoranza, interessata invece a un ritorno patrimoniale dell'investimento, che coopera nel controllo” (Libonati); contraddice pertanto “la stessa dialettica fra organi societari” (ABI); renderebbe “più difficili le scelte imprenditoriali, che inevitabilmente devono essere affidate al principio di maggioranza” (Assonime). In termini più specifici, viene notato che: la soglia del 2,5% (peraltro un limite massimo) è troppo alta per offrire espressione al risparmio diffuso, tal che “l'evocazione etica sottesa al disegno di legge non trova affatto soddisfazione” (Libonati); oppure che è troppo bassa considerando la bassa capitalizzazione della maggioranza delle società quotate, tal che

³ In entrambi i casi con il quorum del 2,5%.

⁴ Si rendono più cogenti i requisiti di indipendenza e si affida a un regolamento della Consob la definizione di limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo. Aumentano i poteri dei sindaci, con particolare riguardo alla convocazione del consiglio di amministrazione, all'esercizio del potere di denuncia al tribunale (anche in assenza di presunzione di danno alla società o a sue controllate), all'esercizio dell'azione di responsabilità (con maggioranza dei due terzi), alla revoca, in questo caso degli amministratori con voto unanime.

⁵ Insieme al direttore generale, ne attesta la corrispondenza al vero e, con gli organi amministrativi delegati, è responsabile dell'adeguatezza e l'applicazione delle procedure e della corrispondenza del bilancio alle risultanze contabili.

l'acquisto di un posto in consiglio e la possibilità, con lo stesso quorum, di chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno assembleare costerebbe poco a un concorrente o a un professionista di *greenmail* (Belcredi e Micossi); oppure che "il risultato più probabile della norma proposta sarebbe la perdita di trasparenza del processo di nomina degli amministratori, con la promozione di liste 'amiche' da parte degli azionisti di controllo e, in prospettiva, l'evoluzione verso un sistema opaco di reti di partecipazioni e cross-directorship" (Assonime) ⁶.

Mi rendo conto che il tema è delicato e suscettibile di opinioni diverse; ma, forse perché non sono un giurista, stento a comprendere alcune delle obiezioni riportate. Mi sfugge la distinzione fra "interesse alla gestione" (delle maggioranze) e "interesse al ritorno patrimoniale" (delle minoranze), potendo una *mala gestio* compromettere proprio quel ritorno patrimoniale. In base a tante passate esperienze (e non solo ai casi più clamorosi), mi riesce difficile (e riesce ancor più difficile agli osservatori stranieri) attribuire pregi particolari al "delicato equilibrio" – se pur di equilibrio si tratta – nella dialettica fra organi societari espresso dalla *governance* delle *nostre* società. Concordo con chi scrive che in una situazione di concentrazione proprietaria come quella italiana "la contrapposizione significativa al fine di evitare comportamenti opportunistici...è soprattutto fra soci di maggioranza e di minoranza", e che pertanto "il controllo contro gli abusi degli amministratori in realtà è controllo contro *abusi fatti nell'interesse del socio o dei soci di controllo*" ⁷. Constato che nei consigli il ruolo degli amministratori non esecutivi, salvo che non si tratti di persone reclutate per specifiche competenze, tende sempre più a trascolorare in una funzione di controllo sulle decisioni gestionali. Richiamo a questo proposito i *consideranda* della Raccomandazione della Commissione europea sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi⁸:

(3) "Particolare importanza assume il loro ruolo di vigilanza degli amministratori con incarichi esecutivi o con poteri di gestione e di risoluzione di situazioni che comportino conflitti di interessi";

(7) "La presenza di persone indipendenti nel consiglio d'amministrazione, in grado di mettere in discussione le decisioni dei dirigenti, è generalmente considerata un modo per proteggere gli interessi degli azionisti e degli altri interessati...Nelle società con azionisti di controllo, assume maggiore importanza la maniera in cui assicurare che nella gestione della società si tenga sufficientemente conto degli interessi degli azionisti di minoranza".

⁶ Per i riferimenti nel testo rinvio alle opinioni espresse dagli autori citati sul sito www.lavoce.info e ai documenti trasmessi al Senato da Assonime e ABI.

⁷ Mario Stella Richter jr., "Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana", relazione alla giornata di studio su "Controlli sulla gestione societaria e tutela del risparmio", marzo 2005; corsivo non nel testo.

⁸ Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, L52/51, 25.2.2005.

In termini più specifici, noto che la previsione del voto di lista con rappresentanza delle minoranze non è certo nuova nella realtà societaria italiana: non solo la ha imposta la legge 474/1994 per le società privatizzate, ma, come ricorda Mario Stella Richter⁹, è contenuta negli statuti di 12 fra le prime 27 quotate, con quorum oscillante fra l'1% (in sette casi) e il 3% (in un caso). La dottrina ha espresso un generale apprezzamento su queste esperienze, soprattutto nel caso delle società privatizzate; né sembra che esse abbiano dato luogo a situazioni endemicamente conflittuali e a paralisi gestionali. Aggiungo che la previsione statutaria è condizione necessaria, ma non sufficiente per l'elezione di un amministratore di minoranza. Un sindaco di minoranza, pur se gli statuti devono obbligatoriamente assicurarne la possibilità di elezione, è di fatto presente solo in circa un quarto delle società quotate, a motivo dell'inerzia delle minoranze¹⁰.

A queste osservazioni si eccepisce che l'esperienza positiva degli amministratori di minoranza riguarda società grandi, in cui l'elezione è avvenuta grazie allo sforzo organizzato degli investitori istituzionali; questi non sono attivi nelle società minori, in cui dunque concorrenti e disturbatori potrebbero intervenire a modesto prezzo. A parte il fatto che ciò non è avvenuto sinora nel caso dei sindaci di minoranza, si deve ammettere che quel rischio esiste. Ma, se esiste, esso dipende solo dall'ostinata passione del nostro legislatore per l'imposizione di rigide soglie quantitative, come, nel caso in esame, quella massima del 2,5% per la presentazione di una lista. Per evitarlo, esiste un rimedio semplice, compatibile con il mantenimento della rappresentanza delle minoranze: rendere la soglia flessibile (maggiore per le società minori, e viceversa), affidando alla Consob il compito di definirla in relazione alla dimensione (in termini di capitale sociale e/o di capitalizzazione), o ancor meglio del flottante della società.

In realtà, ci si può chiedere se l'obiettivo perseguito dai critici non sia quello di evitare comunque una rappresentanza delle minoranze, anche se limitata e anche se meglio disciplinata. Quasi a compenso, quei critici propongono, in via alternativa, di introdurre la presenza obbligatoria di un congruo numero di amministratori indipendenti. La proposta mi lascia freddo e mi pare comunque di modesto interesse. L'esercizio di definire con enumerazione tassativa i requisiti di indipendenza è in parte vuoto: quelli (pur rafforzati) indicati per i sindaci ed estesi agli amministratori dal disegno di legge, o i nove elencati dalla citata Raccomandazione della

⁹ *op. cit.*

¹⁰ In una precedente versione il disegno di legge attribuiva alla Consob un potere sostitutivo di nomina in caso di inerzia delle minoranze. Ora, con una criptica disposizione, chiede alla Consob di stabilire con regolamento modalità per l'elezione del sindaco di minoranza: questa disposizione non è ripetuta per gli amministratori di minoranza. Si è comunque giustamente notata una stranezza del disegno di legge: l'integrale sostituzione dell'art. 148.2 del TUF con la disposizione appena richiamata implica l'abrogazione della norma vigente secondo cui i sindaci espressi dalla minoranza debbano essere almeno due se il collegio è formato da più di tre membri.

Commissione europea¹¹ rappresentano condizioni necessarie ad evitare conflitti d'interesse, ma non sufficienti per garantire l'effettiva indipendenza, la quale non è suscettibile di definizione formale. Tant'è, che la Raccomandazione, dopo il puntiglioso elenco di requisiti, è costretta a introdurre una sorta di prescrizione di chiusura:

“l'amministratore indipendente si impegna a) a mantenere in tutte le situazioni la sua indipendenza di analisi, decisione e azione, b) a non cercare di ottenere e a non accettare vantaggi indebiti dei quali si possa ritenere che compromettono la sua indipendenza e c) a esprimere con chiarezza la sua opposizione qualora una decisione del consiglio d'amministrazione...possa danneggiare la società”, sino a trarre “le conclusioni del caso” qualora “nutr[a] serie riserve”.

Ben detto. Ma chi ci dice che ogni amministratore che soddisfa i requisiti formali di indipendenza, ma la cui conferma nell'incarico dipende dall'azionista di controllo, è sempre pronto a mantenere quell'impegno? Un'antica storiella inglese narra di un giornalista radicale assunto da un giornale conservatore con stipendio lauto e garanzia di libertà di opinione, il quale, a un amico che lo vedeva intristito e gli domandava se, ben pagato, non potesse scrivere quello che voleva, rispose “*I can, but I don't*”.

3.3

Altra questione in contenzioso è la disciplina prevista per le operazioni con parti correlate: a un nuovo articolo 2391 *bis* del codice civile, che già si occupava della questione, il disegno di legge un *ter*. Quanto è vago e generico il primo – che prescrive l'adozione, “secondo principi generali indicati dalla Consob, [di] regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale” – tanto è rigido il secondo, che, oltre a definire con apprezzabile precisione che cosa debba intendersi per “operazioni con parti correlate”¹², richiede per esse l'espressa autorizzazione del consiglio d'amministrazione previo parere favorevole del collegio sindacale quando il valore ecceda 100.000 euro. Ancora una volta il legislatore ha inciampato nel numero, rischiando così di rendere vane le sue ragioni.

Tutti sanno, o hanno appreso dai recenti scandali societari, che l'espropriazione degli azionisti di minoranza da parte dell'azionista di controllo avviene spesso attraverso operazioni con parti correlate, queste essendo società o entità possedute o controllate dal controllante della

¹¹ Allegato II.

¹² “Contrarre, direttamente o indirettamente, obbligazioni di qualsiasi natura” [o] “compiere atti di compravendita con chiunque detenga, direttamente o indirettamente, una partecipazione di controllo nel...capitale, con chiunque eserciti...un'influenza notevole...e con chi svolga presso di esse funzioni di amministrazione direzione o controllo ovvero con le società controllate dai predetti soggetti”.

società quotata. Né si può sostenere che la trasparenza e il giudizio negativo del mercato, senza altre prescrizioni, rappresentino una remora sufficiente: chi garantisce, e chi ha sinora garantito, quella trasparenza in un regime di proprietà concentrata e di consigli d'amministrazione espressi dal controllante? L'art. 2391 *bis* essendo poco più di una dichiarazione programmatica di buone intenzioni, il rigore del proposto art. 2391 *ter* potrebbe essere condivisibile, se non fosse per l'inclusione di tutti i contratti di compravendita e soprattutto per quella cifra, un po' casuale, di 100.000 euro, che certamente viola il richiamato principio di proporzionalità. E' infatti vero, come sostengono i critici, che l'applicazione di quella soglia provocherebbe conseguenze gravi, e indesiderate, nel funzionamento degli organi societari dei gruppi di maggiore dimensione. Tuttavia, la pura e semplice soppressione della disposizione proposta, a cui si imputa un eccesso di dirigismo e "la riviviscenza di concezioni obiettivamente arcaiche"¹³, butterebbe via, insieme all'acqua sporca, anche un bambino meritevole di vita. Per rendere compatibile il rigore con la funzionalità, può aiutarci la disciplina inglese (difficilmente definibile come arcaica), che è al tempo stesso più rigorosa e più flessibile e che sinora ha ben funzionato, senza proteste. Lo *Handbook della Financial Services Authority* (cap. 11) impone che in generale un'operazione con parte correlata sia resa pubblica e sottoposta all'approvazione dell'assemblea. Dal novero delle operazioni soggette a questa disciplina sono escluse tuttavia quelle correnti¹⁴ e quelle in cui alcune grandezze che misurano il valore patrimoniale dell'operazione non eccedono lo 0,25% delle corrispondenti grandezze della società quotata¹⁵. Neppure mi azzardo a chiedere, anche da noi, un intervento assembleare. Mi limito a osservare che, per rimuovere la bizzarra arbitrarietà di un numero indipendente dalle dimensioni del soggetto, basterebbe richiedere l'approvazione del consiglio d'amministrazione, previo parere del collegio sindacale, per le operazioni i cui alcuni valori patrimoniali, analoghi a quelli inglesi e determinati stabiliti con regolamento della Consob, eccedano una determinata soglia *in rapporto ai corrispondenti valori della società*¹⁶.

3.4

Se l'ambizione del disegno di legge era quella di affrontare a tutto campo le insufficienze manifestate dalla legislazione vigente in tema di tutela dell'investitore, si è persa almeno

¹³ Così Libonati.

¹⁴ Definite come "*a transaction of a revenue nature in the ordinary course of business*"

¹⁵ Attività lorde dell'operazione, profitti e fatturato ad essa attribuibili, corrispettivo dell'operazione in relazione al valore di mercato della società, capitale (cap. 10.5).

¹⁶ Se così si procedesse, converrebbe riformulare in un unico articolo riformulazione in un unico articolo il 2391 *bis* e quello *ter*, indicando i criteri che la Consob dovrebbe seguire.

un'occasione. Le vicende di questi giorni (e altre precedenti) hanno fatto toccare con mano un grave difetto nella disciplina (altrimenti apprezzabile) dell'offerta obbligatoria quando gli acquisti da parte di una pluralità di soggetti in presunto concerto superino la soglia del 30 per cento. L'art. 109 del TUF definisce "concertanti" gli aderenti a un patto di sindacato, anche nullo: con il risultato che, per accertare il concerto, occorre provare l'esistenza di un patto nullo, perché non comunicato alla Consob e al mercato. Si tratta il più delle volte di una prova diabolamente difficile da ottenere senza esporsi alle censure formali della giustizia amministrativa; con l'aggravante che, se la prova viene ottenuta dopo trenta giorni dall'acquisto, all'obbligo di offerta si sostituiscono le conseguenze ben più complesse, e comunque prive di vantaggi per gli azionisti di minoranza, di congelamento dei diritti di voto e di obbligo di alienazione. Per ampliare lo spazio di intervento del regolatore, sarebbe opportuno sopprimere il rinvio al "patto, anche nullo", previsto dall'art. 122 del TUF per la definizione del concerto, adottando una definizione più ampia, che consenta di far riferimento anche a "fatti concludenti", quali reciproche partecipazioni azionarie dei presunti concertanti o loro presenza incrociata nei consigli d'amministrazione.

4 - Obbligazioni e conflitti d'interesse di gestori e intermediari

4.1

In tema di circolazione degli strumenti finanziari, e in particolare delle obbligazioni, il legislatore ha ricorso se stesso in un disordinato crescendo. Il nuovo art. 2412.2 c.c., quando consente all'emittente (non quotato) di superare il limite del doppio del capitale sociale qualora le obbligazioni (non quotate) siano destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali, rende questi ultimi responsabili della solvenza della società in caso di cessione a soggetti diversi. Con decreto legislativo integrativo (310/2004) le disposizioni dell'art. 2412 vengono estese alle obbligazioni emesse all'estero da società italiane e loro controllate o controllanti e si impone per queste l'obbligo di prospetto informativo nel caso di vendita a soggetti diversi dagli investitori professionali. Il disegno di legge ora in esame, oltre a precisare che nel limite dell'art. 2412 vanno incluse le garanzie prestate da società per obbligazioni emesse da altre società e a sopprimere (finalmente) l'esenzione dei prodotti finanziari emessi da banche e di quelli assicurativi dalla disciplina sulla sollecitazione all'investimento, scrive un nuovo articolo del Testo unico riguardante la successiva circolazione di tutti i prodotti finanziari (e non solo di quelli emessi

all'estero) destinati ai soli investitori professionali, con cui si impone non solo l'obbligo di prospetto, ma anche la garanzia di solvenza "per la durata di un anno dalla data della *cessione*".

Siamo, come si può intuire, a un passo dal divieto assoluto. Comunque, la disposizione prevista, modellata come rimedio a un caso di patologia estrema, configura un esempio di mancato rispetto del principio di proporzionalità: condivido pertanto le censure che ad essa sono state mosse. I problemi che si sono manifestati nei casi recenti sono i seguenti: insufficienza delle precedenti norme civilistiche, che consentivano il superamento del limite di emissione da parte di una società con la prestazione di garanzie a favore di un emittente controllato o controllante; conflitti d'interesse fra intermediari, esposti verso l'emittente, e risparmiatori, presso cui vengono collocati i titoli; asimmetria informativa fra i primi e i secondi. Il disegno di legge offre opportuna soluzione al primo problema, tappando le falle che consentirono il caso Cirio (e non si capisce perché a ciò non ritenne di provvedere il legislatore delegato, quando la questione era già ampiamente discussa). Per offrire una soluzione plausibile agli altri due problemi, la prescrizione di una garanzia di solvenza per un anno dalla data di *cessione* è inutilmente vessatoria e comunque incompatibile con un equilibrio di mercato. Il caso più probabile è che essa finisca in molti casi per impedire l'emissione di obbligazioni. Si supponga tuttavia che l'intermediario accetti di accollarsi la garanzia di solvenza e che la cessione a diversi investitori non professionali avvenga a una data t per l'uno, alla data $t+2$ (mesi) per un altro, alla data $t+4$ (mesi) per un terzo. Dopo 13 mesi circolerebbero le stesse obbligazioni, di cui tuttavia alcune (le prime cedute) prive di garanzia, altre con garanzia per un mese, altre ancora con garanzia per tre mesi: tutte avrebbero in conseguenza prezzi diversi, con quanto beneficio per la trasparenza e l'efficienza del mercato si può immaginare.

Esistevano soluzioni più efficienti? Certo: oltre all'obbligo di consegna di un documento informativo al cessionario *retail* (abbandonando se possibile la romantica ipotesi di un risparmiatore disposto a leggere 150 pagine prima di investire 5000 euro e comunque coordinando l'obbligo con quanto richiesto dalla direttiva sui prospetti), l'importazione in Italia della tanto spesso invocata regola 144 a della SEC, che vieta all'investitore professionale presso cui i titoli sono stati collocati di cederli ad altri soggetti prima di 12 mesi. E' una regola che ha il pregio di scoraggiare comportamenti opportunistici senza ingessare il mercato - e anche, occorre dirlo, senza offrire un precedente di garanzia all'investimento.

4.2

L'Italia, lo si è detto, è un sistema “bancocentrico” (in un significato diverso da quello tradizionale) a motivo della dominanza proprietaria delle banche nei servizi d'investimento, nei mercati e nella gestione collettiva e individuale del risparmio. E' dunque corretto porsi, come fa il legislatore, un problema di potenziale conflitto d'interessi fra banche proprietarie e clientela finale, quale può manifestarsi sia nel collocamento di titoli nei portafogli collettivi o individuali, sia in rapporti *captive* all'interno dello stesso gruppo bancario.

Il disegno di legge, oltre a prevedere opportune norme di trasparenza, delega il Governo a introdurre limitazioni all'investimento dei patrimoni collettivi e individuali in prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti allo stesso gruppo del gestore o da società con esso collegate da significativi rapporti di finanziamento e all'impiego di intermediari appartenenti allo stesso gruppo nello svolgimento dei servizi di gestione. Affida inoltre alla Consob il compito di emanare disposizioni volte ad assicurare la separazione di strutture organizzative fra i diversi servizi d'investimento e fra questi e l'esercizio dell'attività bancaria, con la facoltà di stabilire che la prestazione dei servizi avvenga ad opera di società distinte.

Queste disposizioni suscitano motivate perplessità. Nel caso della gestione del risparmio il potenziale conflitto d'interessi, insito nella possibilità che le scelte d'investimento del gestore siano compiute in vista non della loro convenienza per il risparmiatore, ma dell'utilità che ne deriva alle banche, è temperato dalla concorrenza fra organismi di gestione, che induce a perseguire obiettivi di rendimento. Nel corso della sua massiccia indagine conoscitiva, non pare che il Parlamento abbia chiesto a Banca d'Italia e a Consob se e in qual misura si fossero effettivamente verificati (soprattutto nei casi Cirio e Parmalat) quei conflitti che le nuove disposizioni intendono prevenire: la mia impressione è che gli episodi censurabili, più che il risparmio gestito, abbiano riguardato soprattutto (o esclusivamente) quello amministrato (il “fai da te” con consiglio dello sportellista)¹⁷. Il Parlamento, piuttosto, avrebbe fatto meglio a considerare il livello delle commissioni, che in Italia, secondo la poca evidenza disponibile, sembra essere mediamente più alto che in altri paesi. E' opportuno comunque che il legislatore delegato proceda all'individuazione dei limiti di investimento con mano leggera.

Il mandato alla Consob di intervenire sulla struttura organizzativa, con facoltà di imporre una separazione societaria, si espone a una critica più precisa. Si tratta di una disposizione al tempo stesso onerosa e rischiosa per l'autorità di vigilanza. E' onerosa a motivo della difficoltà di

¹⁷ A questo riguardo altra disposizione chiede un più rigoroso accertamento del profilo del cliente.

dettare regole generali in questa materia, senza entrare nella valutazione di ogni specifica situazione. E' rischiosa, perché il rispetto, sovente formale, di quelle regole da un lato può essere eccepito come presunzione di innocenza, dall'altro rischia di esimere l'autorità da doveri di vigilanza caso per caso: come ci ha insegnato l'esperienza americana la vigilanza non può esaurirsi nel *ticking the box* degli adempimenti formali.

5 - Il potere di sanzione e l'autorità di vigilanza

5.1

Il disegno di legge propone, e il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato in parte già introduce, importanti innovazioni in tema di sanzioni: nuove fattispecie di illecito, passibili di sanzione penale o amministrativa; inasprimento delle sanzioni in entrambi i casi ed esclusione della possibilità di oblazione; irrogazione della sanzione alla società, costretta tuttavia all'obbligo di regresso nei confronti dei soggetti che svolgano funzioni di amministrazione, direzione o controllo; trasferimento dal Ministero dell'Economia a Consob e a Banca d'Italia del potere di irrogare la sanzione. Sono innovazioni importanti e in larga misura condivisibili, che rivelano tuttavia qualche omissione e, soprattutto, pongono qualche problema.

L'omissione principale si rinviene nel ritocco men che modesto (solo con un lieve inasprimento della pena e la previsione di un "grave nocumento" come aggravante) alle disposizioni riformate del codice sul reato di false comunicazioni sociali. L'efficacia deterrente resta esigua, anche nel confronto con altre fattispecie. Soprattutto, si è mantenuta l'esimente della "modica quantità" di falso, che, non solo suscita incentivi perversi a comportamenti elusivi, ma costituisce un obiettivo ostacolo all'iniziativa di denuncia della Consob, quando essa venga (impropriamente) richiesta dal magistrato di valutare, prima di esercitarla, se i limitiposti dalla legge siano stati superati.

Mentre la soppressione delle disposizioni (l. 689/1981) sul pagamento in misura ridotta, privo di qualsiasi forma di pubblicità, è del tutto opportuna, mi chiedo piuttosto se non si potesse considerare la possibilità, presente negli ordinamenti anglosassoni, di un *settlement* con il soggetto a cui è stato contestato un illecito: in questi patteggiamenti, sempre resi pubblici, il soggetto, pur non ammettendo *wrongdoing*, accetta di corrispondere somme anche assai sostanziose (negli Stati Uniti si tratta di decine o anche di centinaia di milioni di dollari). L'incentivo al patteggiamento, tuttavia, è tanto maggiore quanto più aspre sono le sanzioni: da noi, temo, sarebbe ancora modesto.

Vengo ora ai problemi.

5.2

La previsione che le sanzioni siano irrogate alla società dovrebbe alleviare in modo rilevante i compiti di Consob. Oggi, ad esempio, nel caso di condotta sanzionabile da parte di un intermediario per un periodo di tempo prolungato, Consob propone una sanzione individuale nei riguardi di tutti coloro che hanno esercitato in quel periodo funzioni di amministrazione, direzione e controllo, previo accertamento per ciascuno della durata e della responsabilità dell'incarico. Può trattarsi di decine di soggetti¹⁸, a ciascuno dei quali viene inviata la contestazione, da ciascuno dei quali si ricevono le cosiddette contro-deduzioni e per ciascuno dei quali deve essere commisurata la sanzione, presumendosi comunque che la violazione degli obblighi più minuti debba essere imputata a tutti gli amministratori. La quantità di tempo e di carta dedicata alla bisogna appare del tutto sproporzionata. Ben venga dunque la sanzionabilità della società. Ma il disegno di legge, invece di risolvere il problema, lo sposta un gradino più sotto quando impone alla società, a pena di sanzione doppia, di esercitare il regresso nei confronti dei soggetti responsabili. Come è stato correttamente osservato (Carbonetti¹⁹) si crea in tal modo “una situazione assolutamente ingestibile”, poiché “la società, in persona dei propri amministratori e sotto il controllo dei propri sindaci, dovrebbe effettuare un accertamento strutturalmente viziato da conflitto di interessi”²⁰. Aggiungo che la previsione citata, se allevia i compiti della Consob da un lato, finisce per aggravarli dall'altro: irrogata la sanzione alla società, infatti, Consob dovrebbe accertare se è stato effettivamente esercitato il diritto di regresso (senza che venga specificato entro quale termine ciò debba avvenire).

5.3

Nel mondo del Testo Unico, Consob in prima persona sanziona solo i promotori finanziari e i revisori. In tutti gli altri casi la sua attività (e quella della Banca d'Italia) si ferma alla proposta, mentre le sanzioni sono irrogate dal Ministero dell'Economia: una foglia di fico, questa, perché quasi mai il Ministero disattende le proposte delle autorità. Il disegno di legge rimuove questa anomalia (rispetto al panorama europeo), affidando direttamente a Consob (e a Banca d'Italia) il

¹⁸ Si è letto che in un caso recente di collocamento di obbligazioni riguardanti un numero limitato di banche, le proposte di sanzione sono state circa 400

¹⁹ Vedi nota 6.

²⁰ Naturalmente resta fermo che la società può far valere un diritto risarcitorio nei confronti degli amministratori, sindaci e dipendenti ritenuti responsabili dell'illecito.

potere di sanzione, come è già avvenuto nel caso degli abusi di mercato e come richiede anche la direttiva sui prospetti. Questa innovazione apre tuttavia altri problemi.

In applicazione dei dettati della convenzione di Strasburgo del 1950, secondo cui nell'esercizio di un potere sanzionatorio non vi può essere un soggetto che sia al tempo stesso *judge and jury*²¹, il disegno di legge e la legge comunitaria per gli abusi di mercato chiedono che i procedimenti sanzionatori avvengano “nel rispetto dei principi della facoltà di denuncia di parte, della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione, *nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione*”. In ossequio al principio di separazione, la Commissione certamente non potrà più essere chiamata a contestare ai soggetti vigilati i presunti illeciti e probabilmente neppure ad autorizzare l'apertura di un'istruttoria: essa dovrà assumere il ruolo di collegio giudicante, terzo rispetto agli uffici che hanno istruito il caso e mosso la contestazione. Ma vi è un ostacolo formale che il distratto legislatore non sembra avere considerato. L'art. 1.6 della l. 216/1974 (istitutiva della Consob), di cui le iniziative legislative non si occupano, oltre a stabilire che le deliberazioni della Commissione sono adottate collegialmente, senza possibilità di delega permanente di funzioni ai commissari, prevede che “il presidente [della Commissione] sovrintende all'attività istruttoria”: una disposizione chiaramente inconciliabile con il principio di separazione.

La via più semplice per porre rimedio a tale contraddizione consiste ovviamente nell'esplicita abrogazione di quella disposizione. Tanto, appunto, proponeva un emendamento, suggerito quando il disegno di legge era in discussione alla Camera ma mai presentato. Quell'emendamento, tuttavia, si poneva anche un altro obiettivo, oltre a sottrarre al presidente il compito di sovrintendere all'attività istruttoria.

6.3

L'obiettivo era quello di offrire soluzione almeno parziale a un problema strutturale dell'attività della Commissione, che si è manifestato nel tempo: un eccesso di collegialità su un eccesso di materie, che rischia produrre una situazione di inefficiente bulimia decisionale, lasciando poco tempo per le questioni di maggior rilievo e per la definizione degli indirizzi strategici della vigilanza. All'epoca in cui mi occupavo di queste cose, rammento la perplessa sorpresa dei colleghi delle autorità straniere quando li informavo che la Commissione italiana si riunisce per

²¹ Questi principi furono fatti valere con successo in Francia da una società di revisione sanzionata dalla *Commission des Opérations Boursières* (COB), che fu costretta in conseguenza a una profonda riorganizzazione.

tre giorni alla settimana cinquanta settimane l'anno: il che non può non fare, quando tutti devono decidere su tutto.

I problemi funzionali e organizzativi che a volte ne derivano diverranno più gravi e più urgenti dopo l'approvazione della nuova disciplina sugli abusi di mercato, e soprattutto se verrà approvato il disegno di legge sulla tutela del risparmio. Questo infatti impone alla Consob l'emanazione di decine di nuovi regolamenti; soprattutto, amplia la sfera dei doveri e degli interventi di vigilanza. L'onere delle nuove incombenze²² è solo in parte alleviato dall'aumento della pianta organica, concesso dalla legge comunitaria, e dal finalmente obbligatorio trasferimento delle competenze di vigilanza e di sanzione sui promotori finanziari ad un organismo separato, pur se vigilato dalla Consob²³. Rinvenendo un ostacolo alla soluzione di quei problemi sia nel divieto di delega, sancito dalla legge 216, sia nell'obbligo o nella prassi di passaggio in commissione di ogni sorta di questioni organizzative e amministrative, l'emendamento richiamato proponeva di sostituire l'art.1.6 con il seguente:

“Salvo i casi d'urgenza previsti dalla legge, la Commissione adotta collegialmente le deliberazioni aventi ad oggetto l'emanazione di regolamenti, nonché quelle di indirizzo generale e di speciale importanza. Ogni altra deliberazione può essere delegata a singoli commissari o a funzionari della carriera direttiva, sulla base di criteri generali stabiliti nel regolamento [di organizzazione], fermo l'obbligo del delegato di riferirne alla Commissione, con modalità e limiti stabiliti dal regolamento medesimo, e fatta salva la facoltà della Commissione di avocare a sé in ogni momento la deliberazione”²⁴.

Ci si può chiedere se, almeno in prospettiva, non converrebbe compiere un passo più deciso. In Italia, legislatore e successivi governi amano perseguire il sogno, caro ai giuristi, di una Teoria Generale delle Autorità di Vigilanza, per inquadrarle tutte – quelle antiche e quelle nuove successivamente create con grande solerzia - in un unico disegno. Dibattono su come collocarle nell'ordinamento e su come uniformarne l'organizzazione, l'attività e le procedure: quasi che la specificità di compiti di ciascuna di esse sia questione di minore importanza. Per restare al nostro campo, mai legislatore e governi hanno ritenuto di chiedersi come sia organizzata all'estero, e come si stia organizzando, con rapide innovazioni, la vigilanza dei mercati, degli emittenti, degli

²² Le attuali procedure di assunzione per pubblico concorso sono tuttavia lunghe e non necessariamente efficienti. Esistono forme di selezione che evitino al tempo stesso questi inconvenienti e quelli, di segno opposto, delle assunzioni dirette.

²³ Si consideri, come uno dei tanti esempi di nuove incombenze di vigilanza, l'obbligo, per la Consob, di “verificare periodicamente e, comunque, almeno ogni tre anni l'indipendenza e l'idoneità tecnica” delle società di revisione e dei responsabili della revisione. Negli Stati Uniti un compito siffatto è stato (opportunamente) attribuito a un organismo, il PCAOB (*Public Companies Accounting Oversight Board*) vigilato, ma separato, dalla SEC, ma con struttura e regole proprie.

²⁴ La stesura di questo testo è dovuta al consigliere Renato Rordorf, già commissario della Consob.

intermediari: si accorgerebbero che il modello Consob è un *unicum*. Considerando le esperienze della FSA inglese e delle recenti riforme delle autorità di mercato in Francia e Germania (AMF e BaFin), si può dubitare che il mantenimento di una collegialità a 360 gradi, pur se fosse alleviata dalla possibilità di delegare alcune decisioni, e al contempo la sottrazione al presidente di competenze sull'attività istruttoria, resa necessaria dall'attribuzione del potere di sanzione, rappresentino la soluzione migliore. Potrebbe essere preferibile, sotto il profilo dell'efficienza e della funzionalità, adottare modelli altrove più consueti: prevalente responsabilità della vigilanza e dell'*enforcement* a un presidente esecutivo; organizzazione e amministrazione a un segretario generale; decisioni sulle sanzioni e atti di regolazione generale – e non altro - a un collegio, composto da soggetti estranei a tali attività e non necessariamente impiegati a tempo pieno.

Può essere che si tratti di una soluzione inaccettabile: ma vorrei che lo si dimostrasse con argomenti di sostanza operativa, e non solo di forma giuridica.

Conclusioni

Le conclusioni possono essere brevi. Il faticoso parto della Camera dei Deputati ha prodotto una creatura che ha molti pregi e che perciò merita di venire al più presto alla luce; qualche opportuna ma non stravolgente correzione di sostanza e di forma ne può curare i difetti. Così non avverrebbe, se il Senato, nel testo che restituisce alla Camera, mettesse in discussione alcuni punti chiave della nuova disciplina. Uno di questi riguarda la rappresentanza delle minoranze e un altro le operazioni con parti correlate: da correggere nelle modalità, ma non certo da sopprimere. Mi sono permesso di suggerire altri possibili interventi volti a smussare inutili asperità del testo, che offrirebbero altrimenti la scusa per chiedere la soppressione radicale, anziché l'auspicabile miglioramento, di alcune disposizioni. Quanto alle omissioni, ho voluto registrarne almeno un paio. Prendiamone atto senza pretendere che ad esse si ponga rimedio nella seconda lettura: non lo consentono i tempi stretti di questo scampolo di legislatura.

Il rinvio a una legislatura prossima del disegno di legge rappresenterebbe una sconfitta del Parlamento, e anche dell'intero sistema in cui operano quei soggetti che, perseguendo i loro legittimi interessi di breve periodo, hanno chiesto e chiedono con tanto vigore modifiche radicali. Nella legislatura successiva vi sarebbe la tentazione di ricominciare da capo. E' invece tempo che questa saga si concluda.