

SENATO DELLA REPUBBLICA

XIV LEGISLATURA

COMMISSIONI 6^a e 10^a RIUNITE

6^a (Finanze e tesoro)
10^a (Industria, commercio, turismo)

MARTEDI' 23 MARZO 2004

6^a Seduta

Presidenza del Presidente della 6a Commissione
PEDRIZZI

indi del Presidente della 10^a Commissione
PONTONE

La seduta inizia alle ore 15,40.

SULLA PUBBLICITA' DEI LAVORI

Il presidente PEDRIZZI avverte che il Presidente del Senato ha autorizzato la pubblicità dei lavori della seduta attraverso l'attivazione della trasmissione radiofonica. Avverte altresì che è garantita ai sensi dell'articolo 33, comma 4, del Regolamento, la pubblicità dei lavori mediante impianti televisivi a circuito chiuso, già autorizzata dal Presidente del Senato.

PROCEDURE INFORMATIVE

Seguito dell'indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio: seguito dell'esame del documento conclusivo.

Si riprende l'esame sospeso nella seduta antimeridiana del 18 marzo scorso.

Il presidente PEDRIZZI dà conto delle modifiche apportate allo schema di documento conclusivo già illustrato e pubblicato in allegato al resoconto della seduta del 16 marzo 2004. Tali riformulazioni attengono esclusivamente alla parte dello schema recante le conclusioni raggiunte dalle Commissioni riunite, il cui testo verrà allegato al resoconto della seduta odierna. Illustra quindi il tenore delle ulteriori proposte emendative

introdotte, concernenti i passaggi relativi alla premessa delle osservazioni conclusive, alla riforma dei controlli interni, alle società di revisione, alle società di *rating*, agli analisti finanziari, alla problematica dei paradisi fiscali e legali, ai rapporti tra banca e impresa, allo sviluppo del modello di vigilanza per finalità, alla disciplina delle autorità preposte al settore del risparmio, nonché ai sistemi di tutela dei risparmiatori. Rileva, a tale proposito, come le modifiche introdotte derivino, oltre che dalle proposte emendative presentate dai Commissari, anche dalla valutazione di riformulazioni già accolte, con un consenso molto ampio, dalle omologhe Commissioni della Camera dei deputati.

Si sofferma quindi in particolare sulla proposta di modifica, relativa alla premessa delle osservazioni conclusive, riferita al mancato funzionamento dei presidi posti a tutela del sistema del risparmio.

Illustra poi la diversa formulazione proposta, con riferimento alla introduzione di un modello di vigilanza per finalità, concernente il riparto di competenze tra Banca d'Italia e Autorità garante della concorrenza e del mercato, nonché la proposta emendativa riferita alla disciplina delle autorità di vigilanza sul settore del risparmio, riguardante le modalità di nomina dei relativi vertici.

Il senatore TURCI (*DS-U*), rinviando ad un successivo intervento un commento più articolato e chiedendo ulteriori chiarimenti al presidente Pedrizzi, osserva come la modifica proposta con riferimento al mancato funzionamento dei controlli relativi al comportamento di alcune singole banche in materia di servizi di investimento rischi di determinare una eccessiva contrazione dell'ambito di responsabilità individuato in capo agli istituti di credito.

Analogamente, riservandosi di svolgere un più compiuto intervento in seguito, giudica scarsamente condivisibile la modifica proposta con riferimento alla rideterminazione delle competenze tra Banca d'Italia e Autorità garante della concorrenza e del mercato rispetto al tenore originario dello schema.

Il presidente PEDRIZZI evidenzia che, per quanto concerne i profili di responsabilità delle banche, le crisi finanziarie recentemente verificatesi hanno interessato essenzialmente l'attività delle medesime svolta con riferimento alla prestazione di servizi di investimento, con i conseguenti effetti in materia di individuazione dell'Autorità di vigilanza competente in tale specifico settore.

Con riferimento al riassetto delle competenze di Banca d'Italia e dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, sottolinea come il diverso tenore letterale del testo proposto non alteri, nella sostanza, gli intendimenti di fondo dello schema.

Il senatore CASTELLANI (*Mar-DL-U*) condividendo l'opportunità di ulteriori approfondimenti della portata delle modifiche illustrate, rileva come, con riferimento alle modalità di nomina dei vertici delle autorità di vigilanza, le modifiche sembrano avere l'effetto di ridurne la portata innovativa.

Interviene quindi il senatore CANTONI (*FI*) il quale, premesso il proprio apprezzamento per l'attività di attenta rielaborazione posta in essere dai Presidenti, condivide le valutazioni testé espresse dal senatore Turci.

Con specifico riferimento alle proposte emendative riferite allo schema, si sofferma in primo luogo sull'osservazione concernente il mancato funzionamento dei presidi posti a tutela del risparmio. Rileva come la versione originaria fosse comunque da preferirsi suggerendo, comunque, in relazione alle modifiche proposte, l'introduzione di un inciso concernente una differente graduazione delle responsabilità da individuarsi in capo ai soggetti coinvolti nelle crisi finanziarie in atto.

Il presidente PEDRIZZI preannuncia la propria non contrarietà alla introduzione di tale precisazione relativa ai diversi livelli responsabilità dei soggetti operanti a tutela del corretto funzionamento del settore del risparmio.

Il senatore CANTONI (*FI*) osserva poi come, relativamente alle esigenze di apprestare una maggiore tutela alla minoranza azionaria nell'ambito delle società quotate, la proposta di attribuire alla medesima il potere di nominare la maggioranza dei membri effettivi del collegio sindacale appaia risultare un'evidente forzatura.

Per quanto concerne il riparto di competenze tra la Banca d'Italia e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato in materia di tutela della concorrenza nel settore bancario, reputa da preferirsi una soluzione che auspichi il trasferimento della totalità dei compiti all'Antitrust. In caso contrario, rileva l'opportunità di riformulare quanto meno l'osservazione in commento in termini condizionali, eliminando altresì il riferimento ad una possibile istituzionalizzazione dei compiti della Banca d'Italia.

Dopo un intervento del presidente PEDRIZZI, volto a specificare il senso complessivo della proposta modificativa, condividendo peraltro il rilievo concernente l'eliminazione del riferimento alla possibile istituzionalizzazione delle competenze della Banca d'Italia sulle operazioni di concentrazione e acquisizione nel settore creditizio, il senatore CANTONI (*FI*) ribadisce il proprio convincimento, da un punto di vista politico oltre che tecnico-giuridico, circa la preferenza da accordarsi ad una soluzione che affidi all'Antitrust un ruolo assolutamente preponderante nel settore della concorrenza in ambito creditizio. Rileva altresì come tale soluzione consentirebbe anche un incremento della competitività degli istituti di credito nel mercato di riferimento. Osserva, infine, relativamente al passaggio dello schema concernente le modalità di nomina delle cariche di vertice delle autorità di vigilanza, come la proposta emendativa non specifichi esplicitamente quali siano le istituzioni coinvolte. Sollecita pertanto l'introduzione di un chiarimento in proposito.

Il senatore EUFEMI (*UDC*) esprime l'apprezzamento per la proposta predisposta dai presidenti Pontone e Pedrizzi, ai quali dà atto di aver compiuto una sagace lettura politica delle proposte emendative avanzate dai singoli parlamentari, ed esprime altresì piena condivisione per il metodo adottato per la riformulazione del documento conclusivo.

Condivide le specificazioni in tema di responsabilità per quanto accaduto con i casi Cirio e Parmalat, e ritiene preferibile, rispetto alle osservazioni svolte dal senatore Cantoni, la proposta dei Presidenti.

Giudica inoltre molto positivamente le modifiche apportate in materia di paradisi fiscali e legali, così come apprezza la osservazione volta a introdurre con norme di rango

primario uno "Statuto dei risparmiatori". Dal proprio punto di vista permangono alcune perplessità in relazione al tema dei rapporti banche-impresе poiché, invece di prevedere un divieto assoluto di finanziamento delle imprese socie o partecipanti al capitale delle banche, si rinvia - dal proprio punto di vista erroneamente - al superamento di percentuali di indebitamento. Giudica poi equilibrato il capitolo concernente la riforma delle funzioni di vigilanza, condividendo la versione illustrata dal presidente Pedrizzi e dichiarandosi contrario alle ulteriori proposte di riformulazione avanzate dal senatore Cantoni.

Conclude ribadendo il giudizio favorevole della propria parte politica sullo schema, non senza sottolineare che avrebbe preferito una esplicita menzione della problematica concernente la distribuzione delle *stock option* agli amministratori delle società.

Il senatore MACONI (*DS-U*) dà atto alla Presidenza di aver svolto un buon lavoro, recependo anche molti contributi provenienti dai Gruppi di opposizione. Cita, ad esempio, le parti del documento relative ai paradisi fiscali, al ruolo degli organi interni e alla tutela dei consumatori.

Dopo aver precisato di non essere molto interessato alle polemiche insorte in seguito all'approvazione del documento da parte delle omologhe Commissioni della Camera, si sofferma sui punti del documento maggiormente contrastati, che riguardano essenzialmente l'assetto ed il ruolo delle autorità indipendenti. A suo avviso, le due modifiche proposte alterano l'equilibrio che la formulazione del documento originario aveva sostanzialmente raggiunto. Si riferisce, in particolare, al passaggio contenuto nel paragrafo 13.1 concernente il mancato funzionamento dei controlli a tutti i livelli e a quello sulle competenze delle autorità rinvenibile al paragrafo 13.4.2. In entrambi i casi le nuove formulazioni sembrano finalizzate a stabilire una graduatoria di responsabilità o a spostare l'equilibrio del documento a favore di una determinata autorità. Ribadisce di non condividere le proposte che rischiano di alimentare la conflittualità tra le istituzioni ad ogni livello e suggerisce di ritornare, nei punti indicati, al testo originario.

Il senatore DEBENEDETTI (*DS-U*) si sofferma sulle diverse proposte di modifica confermando il proprio orientamento favorevole a non far acquisire al documento una funzione di anticipazione delle decisioni di carattere legislativo che dovranno essere assunte in sede di esame dei disegni di legge presentati in materia. Per quanto concerne il mancato funzionamento dei controlli, ritiene che sarebbe opportuno precisare che le carenze si sono registrate in modo diversificato e in ambiti specifici per ciascuna autorità. Del resto, se l'osservazione viene svolta a livello generale, allora è improprio fare riferimento ai controlli dell'autorità di vigilanza sul sistema bancario solo in relazione al comportamento di alcune singole banche in materia di servizi di investimento.

Esprime perplessità sulla proposta concernente l'attribuzione della nomina della maggioranza dei membri effettivi del collegio alla minoranza azionaria, nonché sul quella riguardante le competenze dell'autorità sui requisiti dei dirigenti degli uffici amministrativi e finanziari. Concorda, viceversa, sulla soppressione dell'inciso relativo al regime sostanzialmente oligopolistico in cui opererebbero gli analisti finanziari. Ritiene che, sulle competenze delle diverse autorità indipendenti, la formulazione

originaria fosse preferibile, perchè non mirava a pregiudicare l'esito della discussione che si svolgerà sulle proposte di carattere legislativo. In ogni caso, dichiara di non condividere l'attuale formulazione. Esprime riserve anche sulla proposta di confermare le attuali competenze delle Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, pur ribadendo la propria contrarietà alla sua soppressione. Propone, infine, in relazione agli organi di vertice delle autorità, di sostituire l'aggettivo "uniformi" con "omogenei" o con altra qualificazione che consenta di considerare talune peculiarità che possono rendersi necessarie nella definizione della nuova disciplina.

Il seguito dell'esame viene quindi rinviato.

La seduta termina alle ore 16,30.

Testo proposto dai Presidenti delle Commissioni 6^a e 10^a
**Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e
la tutela del risparmio**

Schema di documento conclusivo

..omissis..

Conclusioni

13. Osservazioni conclusive

13.1. Premessa.

Come risulta dal confronto con i casi verificatisi altrove, in Europa e negli Stati Uniti d'America, le vicende italiane confermano la complessità di problemi che, per l'interazione fra i comportamenti di soggetti operanti globalmente sui mercati finanziari mondiali, esigono interventi coordinati sia nella legislazione interna sia sul piano degli organismi sovranazionali e della cooperazione internazionale fra gli Stati.

Per quanto specificamente riguarda la situazione italiana, pur nell'eccezionalità delle condotte fraudolente individuate, e in particolare per la grave e prolungata violazione delle regole da parte di amministratori e dirigenti delle società interessate, le cui responsabilità sono in via di accertamento dalle competenti autorità, l'entità delle perdite derivate dall'insolvenza dei due gruppi societari emittenti, il danno per le imprese italiane che intendano fare ricorso ai mercati finanziari e il più complessivo nocimento all'immagine del paese impone di adottare sollecitamente misure atte a ristabilire la fiducia turbata ed a prevenire, per quanto possibile, il ripetersi nel futuro di episodi come questi.

Per quanto riguarda i risultati dell'indagine svolta dalle Commissioni parlamentari, suscita grave preoccupazione il fatto che le responsabilità emerse appaiono diffuse a tutti i livelli. Con ciò non si intendono confondere responsabilità penali oggetto delle indagini della magistratura nei riguardi di coloro che hanno organizzato le truffe o le hanno coperte traendone cospicui vantaggi, con ritardi e inadeguatezza della reazione degli organi di vigilanza di fronte ai primi segnali di allarme. Questa conclusione induce a mettere allo studio una vasta serie di correttivi di carattere legislativo ed organizzativo e impone anche di dare segnali decisi di un cambiamento di rotta, prestando nel contempo la dovuta attenzione affinché venga meglio regolamentato ma non disincentivato il ricorso al finanziamento obbligazionario da parte delle imprese che costituisce un fattore di modernizzazione del mercato finanziario.

Il ricorso allo strumento del prestito obbligazionario va infatti tutelato come mezzo fondamentale per lo sviluppo delle imprese, nonché per ristabilire un indispensabile clima di fiducia tra i risparmiatori, le società emittenti e le banche collocatrici dei titoli stessi.

I rischi di ripercussioni negative, dirette e indirette, sui mercati finanziari italiani causati dai casi di *default* sono numerosi: la stretta creditizia nei confronti delle imprese in difficoltà causata dalla maggiore cautela delle banche ad accordare loro linee di

finanziamento; la crescente difficoltà di approvvigionamento mediante capitale di debito per le imprese; la diffusa diffidenza dei risparmiatori nei confronti dell'investimento in titoli azionari. Tali fattori di crisi richiedono interventi diretti a salvaguardia del mercato obbligazionario.

Con riguardo ai risultati dell'indagine, risulta manifesto, in primo luogo, che le strutture di controllo interne e i collegi sindacali delle due società Parmalat e Cirio, non hanno prevenuto, accertato e segnalato le irregolarità commesse dagli organi di gestione anche attraverso il ricorso alla falsificazione di documenti e alla costruzione di una complessa e opaca rete di rapporti tra consociate, né hanno impedito la diffusione di false rappresentazioni della realtà societaria attraverso i bilanci e le altre comunicazioni dirette al mercato.

Non meno evidente è che i responsabili delle società di revisione hanno certificato i bilanci medesimi senza riconoscere le alterazioni in essi contenute, in ciò facendo venir meno un presidio fondamentale posto a tutela dei risparmiatori e dei mercati finanziari. Risulta inoltre che i soggetti professionalmente operanti nel settore dell'analisi e della valutazione economico-finanziaria sono stati sviati dalla falsità di quanto rappresentato nei documenti presi a fondamento per la loro attività, pur in presenza di indizi che avrebbero potuto e dovuto suscitare attenzione. Occorrerà a questo riguardo che venga chiarito – con il contributo fondamentale che potrà provenire dalle indagini giudiziarie in corso – la posizione di alcuni istituti di credito sia nei rapporti con le suddette imprese, sia rispetto alla formazione delle decisioni d'investimento dei risparmiatori.

L'osservazione che desta maggiore preoccupazione è che accomuna tutti i casi citati è che nessuno dei presidi a tutela del sistema abbia funzionato: non hanno funzionato certamente i controlli interni alle imprese, né quelli delle autorità di vigilanza sul mercato finanziario ovvero sul comportamento di alcune singole banche in materia di servizi di investimento.

Ciò obbliga il legislatore ad interrogarsi sull'adeguatezza dell'organizzazione e dell'assetto di competenze e poteri che presiede all'esercizio di funzioni fondamentali per assicurare il rispetto della legge, la fiducia degli operatori e dei mercati, la corretta formazione delle scelte d'investimento e la tutela del risparmio impiegato in queste attività.

13.2. La riforma dei controlli societari

13.2.1. L'integrazione dei mercati finanziari e il governo societario

Nell'ultimo quinquennio l'architettura finanziaria internazionale ha subito radicali trasformazioni: la crescente finanziarizzazione dell'economia, l'attivismo delle banche universali in campo finanziario e l'esplosione dei mercati borsistici - supportata nel vecchio continente dalla stabilità monetaria dell'euro e dall'andamento al ribasso dei tassi di interesse - hanno innescato un poderoso processo di convergenza e integrazione delle regole in materia societaria, creditizia e finanziaria.

L'adozione dei principi contabili internazionali (*International accounting standards*), il nuovo Accordo di Basilea sui requisiti minimi patrimoniali, la vigilanza e la trasparenza delle banche nell'esercizio della funzione del credito, la vasta produzione normativa comunitaria in tema di diritto societario, mercati e servizi finanziari, bancari, assicurativi e di investimento, così come l'adozione nei mercati borsistici di codici di autodisciplina ispirati alle *best practice* internazionali di governo societario, testimoniano chiaramente

questo processo di “standardizzazione” della regolazione di mercato.

E’, infatti, la stessa integrazione dei mercati finanziari ad esigere nuovi assetti regolatori all’altezza della dimensione sovranazionale del mercati medesimi, e dei nuovi problemi di stabilità finanziaria che da essa discendono.

La tendenza, in atto, ad una maggiore armonizzazione normativa si configura anche come una reazione ai recenti *crack finanziari*, alle bolle speculative, e, più in generale, alle fragilità sistemiche che sono emerse a livello internazionale negli ultimi anni.

La sempre più sofisticata articolazione delle piramidi societarie e l’operatività internazionale dei grandi gruppi industriali e dei conglomerati finanziari polifunzionali, impostata su logiche di *tax-planning* e di convenienza fiscale- legale (i c.d. paradisi fiscali), hanno evidenziato, in particolare, l’esigenza di rafforzare e coordinare il sistema dei controlli a presidio della stabilità, della trasparenza e della concorrenzialità del mercato medesimo.

Per quanto concerne, segnatamente, il mercato finanziario italiano - pur permanendo i connotati tipici di un sistema ancora fortemente bancocentrico e con accentuati intrecci tra banche e imprese - a partire dall’introduzione dell’euro si è registrata una progressiva diversificazione degli strumenti di finanziamento delle imprese, con il crescente ricorso all’emissione di titoli obbligazionari.

A questa fase di transizione verso un sistema finanziario maggiormente orientato al mercato, non ha fatto seguito, tuttavia, un adeguato approfondimento né della cultura finanziaria delle imprese, né un adeguato rafforzamento del sistema delle tutele per i risparmiatori e gli investitori nei gruppi societari che fanno appello al pubblico risparmio.

Nel dibattito sui recenti scandali finanziari sono emersi, infatti, i limiti di un assetto di *corporate governance* incentrato prevalentemente sulla regolazione dei rapporti tra gli azionisti e gli amministratori, da cui deriva un sistema restio a garantire una autentica dialettica endosocietaria tra il socio di controllo e gli altri *stakeholders*, azionisti di minoranza, investitori e risparmiatori.

Nel processo di transizione da un capitalismo protetto a carattere familiare, quale quello italiano, ad un sistema aperto al mercato dei capitali di rischio e alle “creative” opportunità della finanza globale, l’attuale assetto regolamentare, anche sotto il profilo dei controlli interni ed esterni, non sembra ancora sufficientemente incentrato sulla tutela dell’investitore, ancor più se si considerano le nuove e più ampie possibilità di finanziamento e di indebitamento delle società verso i terzi introdotte dalla riforma del diritto societario.

I recenti scandali finanziari dimostrano come anche l’adesione volontaria delle imprese quotate alle *best practice* internazionali dei codici di autodisciplina, se non è supportata da una adeguata trasparenza della catena informativa societaria, e dunque da puntuali obblighi giuridici di pubblicità e conseguenti poteri sanzionatori dell’autorità di vigilanza, possa addirittura ingigantire le asimmetrie informative del mercato (e quindi anche le dimensioni di eventuali *default*).

La presenza di un articolato sistema di controlli interni, fondati sulla presenza maggioritaria di amministratori indipendenti, prevista dal Codice Preda che non ha alcuna vincolatività giuridica e da cui non dipende l’ammissione e la permanenza in un mercato regolamentato, non appare sufficiente a garantire quella dialettica societaria indispensabile al buon andamento dell’impresa.

Lo stesso requisito dell'indipendenza degli amministratori, se non adeguatamente tipizzato, in via legislativa o regolamentare, rischia di ridursi ad una mera petizione di principio, essendo gli stessi amministratori indipendenti individuati dal socio di maggioranza, o comunque dal gruppo di comando dell'impresa.

13.2.2. La riforma dei controlli interni

Mentre la tutela del risparmio bancario è realizzata attraverso la vigilanza sulla sana e prudente gestione degli intermediari, la tutela del risparmio raccolto dalle imprese è affidata ai controlli interni sulla gestione delle imprese e alla sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria.

I controlli operati da organismi interni all'impresa, in grado di acquisire una puntuale e tempestiva conoscenza delle politiche aziendali e dei risultati economici, rappresentano il primo presidio al fine di evitare che comportamenti fraudolenti abbiano luogo e si ripetano, compromettendo la stabilità aziendale. Malfunzionamenti, o peggio omissioni o complicità, creano le condizioni per comportamenti fraudolenti da parte dei vertici societari; vengono distorte le valutazioni degli analisti e le decisioni degli investitori. Per tutelare questi ultimi ed evitare ulteriori "fallimenti del mercato" è necessario, dunque, potenziare l'efficacia dei meccanismi di controllo endosocietario, favorendo la dialettica rappresentativa all'interno della compagine societaria, sia attraverso un rafforzamento del ruolo di controllo degli azionisti di minoranza, sia mediante un maggiore coinvolgimento - come già possibile nell'ambito dell'autonomia statutaria -, degli investitori istituzionali e dei rappresentanti dei titolari degli strumenti finanziari emessi dalla società per il mercato o assegnati ai dipendenti.

Il primo ed essenziale presupposto per la trasparenza informativa nei riguardi del mercato è dato dalla presenza di organi di controllo realmente indipendenti all'interno delle imprese aperte al mercato dei capitali.

E' questo l'intendimento sotteso alla recente riforma del diritto societario, ispirata ad un riconoscimento di una maggiore flessibilità e semplificazione per le società "chiuse", e ad un contestuale rafforzamento dei presidi di trasparenza e controllo nelle società "aperte" ai capitali di rischio.

Le recentissime modifiche al Testo Unico della Finanza (in vigore dal 29 febbraio 2004), di adeguamento delle disposizioni del testo unico ai nuovi modelli alternativi di amministrazione e controllo introdotti dalla riforma del diritto societario, hanno, infatti, rafforzato il regime delle incompatibilità e dei poteri ispettivi degli organi di controllo interno, estendendo al contempo gli obblighi informativi degli amministratori agli organi di controllo anche alle operazioni influenzate dal soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento.

Nonostante tali condivisibili interventi, la disciplina speciale delle spa quotate nei mercati regolamentati pone ancora problematiche irrisolte in ordine alla funzionalità dei nuovi modelli di amministrazione e controllo nella prevenzione dei possibili conflitti di interesse, sia con riferimento agli organi di controllo interno, scelti dal medesimo socio di controllo che nomina gli amministratori, sia in relazione alla posizione dei revisori contabili, anch'essi individuati dal socio di controllo e potenzialmente interessati a rapporti di consulenza.

Alla luce delle inefficienze riscontrate nei meccanismi di controllo endosocietario, assumendo a riferimento il modello di amministrazione e controllo tradizionale, le Commissioni ritengono auspicabile l'introduzione di ulteriori garanzie a presidio

dell'indipendenza, dell'efficienza e della trasparenza dell'operato degli organi di controllo interno, valutando favorevolmente un intervento correttivo in materia di diritto societario diretto a:

- estendere alle società non quotate che ricorrono al pubblico risparmio la disposizione di cui all'attuale articolo 148, comma 2, del TUF, in base al quale l'atto costitutivo delle spa deve contenere clausole necessarie ad assicurare che un membro effettivo del collegio sindacale, e dei corrispondenti organi di controllo nei modelli alternativi (o due nel caso di collegio composto da più di tre membri), sia eletto dalla minoranza azionaria;
- nelle società quotate attribuire alla minoranza azionaria il potere di nominare la maggioranza dei membri effettivi del collegio sindacale, attribuendo alla Consob la competenza a stabilire le procedure di voto idonee a raggiungere tale risultato e il potere di dichiarare decaduti i sindaci nominati dalla maggioranza in soprannumero;
- attribuire alla Consob il potere di stabilire il numero massimo di cariche che uno stesso soggetto può ricoprire come membro di organi di controllo di società quotate, o di società facenti parte dello stesso gruppo di una società quotata;
- rafforzare i profili di controllo contabile del collegio sindacale, oggi venuti meno nelle società tenute al bilancio consolidato che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, trasformando il collegio nell'organo di raccordo con la società di revisione e nell'interlocutore privilegiato dell'autorità di vigilanza; a tal fine si potrebbe rendere vincolante il parere che il Collegio sindacale deve rendere ai sensi dell'articolo 159 del TUF per la nomina della società di revisione e si potrebbero determinare criteri più stringenti di incompatibilità, rotazione, durata e remunerazione, seguendo la raccomandazione 2002/590/CE della Commissione del 16 maggio 2002 in materia di indipendenza dei revisori legali dei conti;
- accrescere l'efficacia dei poteri di ispezione e controllo dei sindaci, attribuendogli il potere di richiedere direttamente a terzi, senza il tramite della società, informazioni su operazioni poste in essere dagli amministratori;
- rendere obbligatoria, per le società quotate e per quelle che eccedono determinate soglie di fatturato e patrimonio netto o che emettono strumenti finanziari, la costituzione di una struttura di *auditing* interno rapportato alle dimensioni della società;
- legittimare i sindaci a proporre l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori, in favore della società, ed eventualmente a presentare denuncia al tribunale in caso di gravi irregolarità di gestione degli amministratori, prescindendo dal danno potenziale alla società o alle sue controllate;
- rafforzare la garanzia di indipendenza dei membri del collegio, precludendo al sindaco qualsiasi attività di consulenza, diretta o indiretta, nelle società sottoposte a controllo; al riguardo andrebbe assicurata l'effettiva applicazione della disposizione del TUF, recentemente introdotta, diretta ad introdurre tra le cause di decadenza dall'ufficio la presenza di rapporti di natura patrimoniale suscettibili di compromettere l'indipendenza del sindaco;
- rafforzare l'obbligo, a carico dell'organo di controllo, di segnalare tempestivamente all'autorità di vigilanza, eventuali irregolarità nella gestione, prevedendo adeguate sanzioni in caso di inerzia;
- introdurre adeguate forme di pubblicità del numero degli incarichi assunti dai componenti degli organi di controllo in altre società, demandando all'autorità di vigilanza il potere di fissare un limite massimo al numero degli incarichi;

· prevedere una specifica responsabilità personale, di natura penale, in capo ai dirigenti degli uffici amministrativi, contabili e finanziari per la incompletezza e la non veridicità dei documenti da essi prodotti o utilizzati per predisporre il bilancio e per il caso di non corretta tenuta delle scritture, attribuendo all'autorità competente compiti di verifica dei requisiti di onorabilità e di professionalità dei dirigenti preposti a tali uffici.

Nella prospettiva sin qui adottata di un rafforzamento della dialettica intrasocietaria, si innestano ulteriori proposte dirette a rafforzare ulteriormente il ruolo degli azionisti di minoranza.

A tale riguardo, è stata sottolineata, ad esempio, la possibilità, di conferire alla *minoranza azionaria la facoltà di nominare uno o due membri del consiglio di amministrazione*, a seconda del numero dei componenti dell'organo.

Nella medesima direzione, è opportuno valutare con attenzione la possibilità di abbassare la soglia, attualmente fissata nel 5 per cento del capitale sociale, per l'esercizio dell'*azione sociale di responsabilità* nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

In proposito, il meccanismo del voto di lista, previsto per l'elezione dei membri del collegio sindacale, potrebbe utilmente estendersi anche ai componenti del Cda, ferma restando in tal caso l'esigenza di non consentire all'autonomia statutaria la fissazione di *quorum* eccessivamente elevati, i quali ostacolerebbero di fatto la presentazione delle liste nelle numerose imprese aperte al mercato con compagini sociali molto articolate, sotto l'altro profilo, un rafforzamento dei poteri delle minoranze per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità dovrebbe comunque tenere conto dell'esigenza di non accentuare le possibilità di conflitto e di uso strumentale dei poteri delle minoranze azionarie all'interno delle compagini societarie.

13.2.3. Il ruolo dell'autodisciplina di mercato

Oltre alle linee di riforma prospettate, le Commissioni ritengono essenziale intervenire anche in relazione ai principi di *corporate governance* stabiliti nel Codice di autodisciplina delle società quotate.

In esso si rinvengono elementi di grande qualità dal punto di vista della trasparenza, che consentono alle società di aumentare la propria affidabilità per gli investitori, attraverso l'applicazione di un avanzato modello organizzativo societario.

Le Commissioni ritengono, pertanto, che alcuni principi del c.d. Codice Preda di maggior rilievo, come quelli inerenti il ruolo del Cda e del comitato per i controlli interni, l'informativa ai consiglieri e la trasparenza delle operazioni con parti correlate, possano essere recepiti o comunque considerati nell'ordinamento giuridico.

Ciò che appare fondamentale, tuttavia - alla luce di quanto sopra esposto in relazione al ruolo di orientamento del mercato che ha assunto l'autodisciplina - è garantire una maggiore pubblicità delle modalità concrete di adesione ai principi del Codice Preda.

I recenti scandali finanziari, testimoniano, infatti, come l'attuale assetto, nel quale le istruzioni di borsa vincolano le società quotate ad informare il mercato sull'applicazione delle raccomandazioni del Codice e sulle motivazioni di un eventuale scostamento dalle stesse, non appaia sufficiente a garantire un corretto e trasparente funzionamento dei mercati finanziari, ma sia viceversa foriero di possibili effetti distorsivi in assenza di un sistema di controlli e di sanzioni in ordine alla veridicità delle informazioni fornite al mercato.

Al fine di introdurre più adeguati meccanismi informativi per gli investitori circa

l'effettiva attuazione da parte delle imprese delle regole del codice di autodisciplina, le Commissioni, pur salvaguardando il principio dell'autoregolamentazione, valutano positivamente l'introduzione, in via legislativa o regolamentare, di obblighi specifici di comunicazione periodica relativamente all'adesione a taluni principi del codice, dal rispetto dei quali far dipendere l'ammissione o la permanenza nel mercato regolamentato, affidando a tal fine alle organizzazioni di mercato e all'autorità di vigilanza stringenti poteri sanzionatori in caso di diffusione di informazioni fraudolente. Nella medesima direzione gioverebbe, altresì, attribuire agli organi di controllo interno o, eventualmente, a soggetti esterni qualificati, come le società di revisione, il compito di verificare le modalità di attuazione dei principi del Codice e la sostanziale veridicità della relazione sulla *corporate governance*.

13.2.4. La riforma dei controlli esterni: le società di revisione

Dalla ricostruzione dei recenti casi di dissesto emersa durante le audizioni dell'indagine conoscitiva, come anche dalla ricostruzione di vicende occorse in altri paesi (ad esempio il caso Enron) si evince che le società di revisione contabile hanno un ruolo fondamentale nell'assicurare la veridicità dei conti delle imprese e la trasparenza della loro situazione finanziaria e contabile. Le società in questione rappresentano, infatti, uno snodo essenziale al fine di realizzare un capitalismo moderno ed efficiente e svolgono funzioni di estrema delicatezza e di rilevante interesse per la collettività.

In proposito, è indubitabile che l'efficienza dell'attività di revisione è una funzione dell'indipendenza della società e del responsabile della revisione e presuppone, dunque, la neutralizzazione dei conflitti di interesse.

Questi ultimi si possono manifestare sia nella scelta del revisore da parte del socio di controllo, sia nello svolgimento di incarichi diversi dalla revisione da parte di soggetti collegati alla società di revisione, sia, infine, in relazione alla partecipazione di imprenditori, banche e società finanziarie nel capitale delle società di revisione medesime.

In questa materia occorrerà considerare con attenzione la proposta di direttiva in materia di attività di revisione contabile recentemente presentata dalla Commissione UE, onde procedere se del caso a un anticipato recepimento della nuova disciplina.

Sul punto, le Commissioni ribadiscono l'esigenza di garantire la terzietà della società di revisione, introducendo limiti ulteriori rispetto all'esclusività dell'oggetto sociale delle società di revisione - già sancita dall'ordinamento nell'art. 6 del decreto legislativo n.88 del 92.

Nelle more dell'approvazione dei progetti di legge sulla tutela del risparmio - che intervengono sulla materia della revisione contabile con criteri, quali quelli delineati nel disegno di legge del Governo, che le Commissioni ritengono ampiamente condivisibili -, potrebbe essere data una tempestiva attuazione all'articolo 160 del Testo Unico della Finanza, il quale prevede l'adozione di un apposito regolamento del Ministro della Giustizia in ordine alle incompatibilità della società e del responsabile della revisione.

Nel rafforzare la disciplina delle incompatibilità dovranno introdursi misure incidenti sia direttamente sulle società di revisione e i soggetti con esse collegati, sia sulle persone fisiche in essa operanti, vietando alle società di revisione di svolgere, anche indirettamente attraverso aziende, studi o professionisti collegati in una "rete", attività di consulenza o comunque attività diverse dalla revisione nei riguardi della società

sottoposta alla revisione o delle società o soggetti che siano controllanti o controllati della società oggetto della revisione, o ad essa collegati o sottoposti al medesimo controllo.

Sempre in tema di incompatibilità, appare opportuno introdurre divieti di conferimento dell'incarico di revisione a soggetti che versano in situazioni di conflitto di interessi, derivanti da rapporti professionali intercorsi nel triennio antecedente tra i gruppi di appartenenza della società oggetto di revisione e del soggetto incaricato della revisione, ovvero da circostanze personali o di qualsiasi altro tipo atte a comprometterne l'indipendenza. E', inoltre, necessario prevedere un congruo periodo di tempo entro il quale sia precluso a chi ha prestato la propria opera nell'ambito della società di revisione di assumere incarichi presso la società che ha conferito il mandato.

Sotto altro profilo, appare opportuno ripristinare talune fondamentali garanzie originariamente previste dal decreto del Presidente della Repubblica n. 136 del 1975 a presidio dell'indipendenza dei revisori contabili. Si tratta, in particolare, delle facoltà, attribuite alla Consob, di negare l'approvazione della delibera di nomina della società di revisione, per incompatibilità o inidoneità tecnica e di revocare la società di revisione da un determinato incarico.

A fianco del necessario ripristino dei predetti poteri e delle misure prospettate in materia di incompatibilità e conflitti di interesse, le Commissioni ritengono opportuno intervenire anche sul versante della responsabilità delle società di revisione, rendendo efficace e concretamente esperibile l'azione di responsabilità civile di risarcimento dei danni a favore dei soci e dei terzi in caso di irregolarità nell'attività di revisione, con particolare riferimento alla veridicità delle informazioni societarie diffuse al mercato. A tale riguardo si reputa opportuno introdurre, al fine di agevolare la corresponsione del risarcimento dei danni patiti dai soggetti coinvolti, una inversione dell'onere della prova, per cui in presenza di indizi di irregolarità nelle informazioni societarie diffuse al mercato, la società di revisione è tenuta al risarcimento dei danni lamentati dai soci e dai terzi se non prova la diligenza nell'adempimento del proprio incarico, fornendo la documentazione del procedimento seguito e la ragione dei criteri adottati nello svolgimento dell'incarico medesimo.

Sotto il profilo penalistico, si ritiene opportuno riformulare il reato previsto dall'articolo 2624 del codice civile (Falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione), non solo per quanto attiene all'inasprimento della pena, ma anche mediante l'introduzione di una fattispecie incriminatrice di condotte colpose, auspicandosi altresì l'introduzione di specifiche circostanze aggravanti connesse al conseguimento di un ingiusto profitto e alla determinazione di un effetto depressivo sui mercati finanziari. Per fare maggiore chiarezza nell'analisi contabile e in vista della piena applicazione nell'ordinamento del regolamento comunitario in materia di principi contabili internazionali, le Commissioni auspicano, inoltre, la sollecita attuazione dell'art.117, comma 2, del Testo unico della finanza, che demanda ad un regolamento del Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia, l'individuazione dei principi contabili internazionali che le società emittenti strumenti finanziari possono utilizzare per la redazione dei bilanci consolidati.

In linea con gli indirizzi comunitari, appare, infine, utile definire più stringenti *standards* dell'attività di revisione, con i relativi controlli di qualità. Si ritiene in particolare

opportuno affidare all'autorità competente in materia di trasparenza il controllo sui requisiti di indipendenza e sulla correttezza delle società di revisione, precisando meglio i poteri/doveri di vigilanza e di verifica continua dell'operato delle società di revisione iscritte nell'albo speciale, e completando altresì il sistema sanzionatorio disegnato dal TUF con la previsione di efficaci sanzioni amministrative a carico della società di revisione – e non soltanto a carico del singolo revisore – e la possibilità di adottare interventi di natura cautelare.

13.2.5. La riforma dei controlli esterni

13.2.5.1. a) Le società di rating

Nel corso dell'indagine conoscitiva è stato posto l'accento sulla rilevanza, ai fini di un corretto e trasparente funzionamento dei mercati finanziari, dell'attività di soggetti esterni all'impresa, come le agenzie di *rating* e gli analisti finanziari, le cui valutazioni assumono un ruolo cruciale nell'orientare le strategie e le decisioni di investimento degli intermediari e dei singoli risparmiatori.

In particolare, il giudizio espresso dalle agenzie di *rating* sugli strumenti finanziari è previsto nella normativa secondaria riguardante le attività d'intermediazione finanziaria. Risulta, pertanto, necessario regolare in modo più puntuale la prestazione di tali servizi al pubblico, con riguardo sia alla qualificazione dei soggetti e al contenuto dell'attività esercitata, sia sul piano della prevenzione e della regolazione dei conflitti d'interessi che si potrebbero verificare nel suo svolgimento, nonché, infine, con riferimento alla responsabilità che questa attività può comportare.

Con riferimento a tale tipo di attività, le Commissioni ritengono essenziale addivenire ad un assetto regolatore che, superando la dimensione dei confini nazionali, tenga conto delle linee di tendenza in atto nell'ordinamento comunitario, volte ad imporre un livello di trasparenza e di informazione commisurato agli obiettivi di una solida tutela degli investitori e dell'efficienza del mercato. In questa direzione si rende opportuna la necessità di una riflessione, nelle sedi competenti, sull'istituzione di un sistema di supervisione a livello europeo dell'attività di *rating* e dei soggetti che esercitano la stessa.

13.2.5.2. b) Analisti finanziari

Per quanto concerne l'attività degli analisti finanziari, sono emersi alcuni rilevanti profili di criticità dell'analisi finanziaria, quali, tra l'altro, la forte prevalenza di consigli operativi nel senso dell'acquisto, la sostanziale assenza di studi contenenti valutazioni negative, l'uniformità dei giudizi espressi negli studi stessi, la difficoltà e la lentezza nell'adeguamento alle variazioni di mercato, nonché i più generali problemi discendenti dai conflitti d'interessi.

A tale ultimo riguardo, i recenti scandali finanziari sembrano dimostrare l'insufficienza degli strumenti di autoregolamentazione e della mera imposizione agli intermediari dell'obbligo di porre in essere le cosiddette “muraglie cinesi” (*chinese walls*), le quali dovrebbero assicurare la neutralità dell'analisi impedendo la circolazione e lo sfruttamento delle informazioni disponibili tra i diversi comparti dell'organizzazione degli operatori polifunzionali.

Le Commissioni ritengono opportuna l'introduzione di una disciplina dell'analisi finanziaria che affronti le questioni connesse ai requisiti professionali per lo svolgimento di tale attività e, soprattutto, il problema dei conflitti d'interessi che vi possono insorgere.

In relazione all'attività degli analisti finanziari, le Commissioni ritengono necessario, in particolare, garantire la loro terzietà rispetto alla società i cui titoli vengono analizzati. A tale scopo, sono valutati favorevolmente gli interventi diretti a: sottoporre al potere regolamentare della Consob tutti gli studi aventi ad oggetto titoli trattati su mercati regolamentati italiani; assoggettare a specifiche disposizioni comportamentali, di trasparenza e di correttezza, i soggetti che producono gli studi; includere, nel novero dei soggetti tenuti al rispetto delle norme comportamentali, i giornalisti e le altre figure che diffondono al pubblico le informazioni contenute negli studi.

13.2.6. Il fenomeno delle cosiddette "scatole cinesi"

Con l'espressione scatole cinesi si fa riferimento a quel fenomeno in virtù del quale l'attivo di una società quotata in borsa è rappresentato prevalentemente dalla partecipazione - perlopiù di controllo - di un'altra società quotata.

In proposito è da condividere l'obiettivo di introdurre strumenti di tipo informativo volti a rendere nota e trasparente la situazione del mercato, aumentando gli obblighi informativi relativi ad operazioni intragruppo; misure sulla *governance* dirette ad incrementare la tutela delle minoranze (in particolare, nel caso di società controllata da un'altra società quotata, la società controllata dovrebbe dotarsi di un comitato di controllo interno composto esclusivamente da amministratori indipendenti); utilizzo delle segmentazioni di mercato al fine di segnalare agli investitori i profili di potenziale criticità che caratterizzano le "scatole cinesi".

Va inoltre prevista una progressiva esclusione delle società "scatole vuote" dal listino di borsa, nonché la creazione di un mercato separato delle società che controllano altre società, ai fini di una maggiore trasparenza.

13.2.7. Paradisi fiscali e legali

Nei recenti scandali finanziari è emerso che le società Parmalat e Cirio avevano aggirato la disciplina italiana in materia di obbligo del prospetto informativo e a tutela degli investitori, impiegando società veicolo aventi sede legale all'estero. Parmalat, inoltre, analogamente a quanto emerse nel corso della crisi Enron, era un gruppo multinazionale con società e affari in moltissimi Paesi, alcuni dei quali venivano scelti per il lassismo della disciplina fiscale, societaria e di vigilanza, confermando le tesi più pessimistiche sul rischio di *race to the bottom* (nel senso di ricerca del livello più basso di regolamentazione) in caso di concorrenza illimitata tra ordinamenti. Sorge di conseguenza la necessità di introdurre regole più stringenti per le società controllate e situate in paradisi fiscali e soprattutto, legali. Consapevoli che non si possono adottare soluzioni drastiche e proibire del tutto l'acquisto di partecipazioni *off-shore*, si potrebbe sottoporre a stringenti limiti la quotazione di società che controllano società estere situate in Paesi il cui ordinamento non fornisce adeguate garanzie di trasparenza e rigore. E' quindi da valutare con grande preoccupazione il diffuso utilizzo nel mercato finanziario internazionale di sedi aperte nei paradisi fiscali e legali: si tratta di normali pratiche internazionali volte a ridurre i costi di intermediazione sotto il profilo sia fiscale sia legale/amministrativo che possono però avere pesanti conseguenze in termini di opacità di scelte aziendali e finanziarie. La tematica va però trattata con grande cautela, sia perché non appare possibile imporre *tout court* un divieto a imprese di profilo internazionale, sia per non ridurre la capacità competitiva delle imprese italiane sui mercati internazionali. La scelta più condivisibile sembra essere quella di rendere gli investitori e i risparmiatori pienamente informati del ricorso delle imprese - siano esse

manifatturiere, finanziarie o creditizie - a tali strategie di *tax competition* in modo da sterilizzare, almeno sul piano della trasparenza e correttezza, gli eventuali rischi connessi ad investimenti su titoli - di qualsiasi tipo - provenienti o circolanti grazie a tali sedi "privilegiate".

Una simile indicazione assume certamente maggiore valore per le banche e per la necessità che l'informazione da esse fornita su tali aspetti abbia massima diffusione e, correlativamente, che l'autorità di vigilanza controlli che tali obblighi informativi sia assolti pienamente.

Considerata la natura internazionale delle operazioni poste in essere tra società controllate e controllanti, aventi anche sede in paradisi legali, andrebbe comunque sviluppata l'azione di cooperazione internazionale prevedendo:

- a) il rafforzamento del ruolo degli organismi e comitati internazionali di vigilanza;
- b) una rapida selezione dei centri finanziari *off-shore* per i quali si renda più urgente una valutazione sul loro operare;
- c) sanzioni o misure di penalizzazione per i Paesi che non si allineano alle disposizioni internazionali;
- d) il divieto di accesso ai nostri mercati da parte degli operatori dei centri *off-shore*.

13.2.8. L'ammissione dei titoli alla negoziazione di borsa

La scelta effettuata dal legislatore nel nostro Paese in sede di privatizzazione è stata di affidare le cosiddette funzioni di *listing* (cioè l'ammissione a quotazione e la successiva sorveglianza al mercato di Borsa) alla responsabilità delle società di gestione del mercato. L'affidamento del *listing* a tali società genera tuttavia un potenziale conflitto di interessi, essendo Borsa Italiana una società per azioni al cui capitale partecipano intermediari finanziari quotati. Altro conflitto può poi derivare dall'interesse della società che gestisce il mercato ad incrementare il numero delle società ammesse alla quotazione, a scapito del rigore nella verifica dei requisiti.

Per risolvere tali conflitti si è di volta in volta proposto di quotare nello stesso mercato borsistico Borsa Italiana Spa, al fine di stemperare la presenza degli intermediari quotati nel suo capitale, oppure di attribuire le funzioni di *listing* all'Autorità di sorveglianza. Tale esigenza va condivisa, riconoscendo gli interessi generali collegati alla funzione di *listing*. Pertanto, ferme restando le istruttorie e verifiche affidate comunque a Borsa Italiana Spa, si potrebbe riservare all'autorità di supervisione l'ultima parola in tema di *listing*, in modo da affidare ad un soggetto pubblico la tutela di un interesse pubblico, nonché prevedere la facoltà di non ammettere o escludere dalla quotazione società, sulla base di criteri predeterminati.

13.3. I rapporti tra banca e impresa

Nel corso dell'indagine si è più volte accennato al tema del rapporto fra banche e imprese. È noto che la convergenza di convenienze che si verifica fra le imprese, spinte dall'esigenza di disporre di fonti privilegiate di accesso al credito e ai servizi di finanza d'impresa, e l'alta dirigenza delle banche, interessata a prevenire modificazioni degli assetti di controllo proprietario per preservare la propria posizione di comando, può determinare situazioni in cui la presenza di esponenti di imprese debtrici nei consigli di amministrazione delle società bancarie produce palesi conflitti d'interessi fra il ruolo di gestore della banca, la cui attività dovrebbe tendere a una sana e prudente gestione della stessa, e il ruolo di imprenditore, interessato a diventare beneficiario di credito per la

propria azienda.

L'emergere del nuovo modello di banca universale, il superamento della separazione tra finanziamenti a breve e a medio termine e la progressiva trasformazione della banca tradizionale nella nuova figura dell'intermediario bancario e finanziario polifunzionale, codificate dal Testo unico bancario emanato nel 1993, ha accentuato questa tendenza, portando ad un sempre più stretto coinvolgimento delle banche nelle vicende e nelle sorti dei grandi gruppi industriali.

Occorre allora promuovere e, se necessario, imporre la trasparenza dei rapporti di partecipazione al capitale bancario e dei rapporti di finanziamento che legano reciprocamente le banche e le imprese loro azioniste, ed eliminare il conflitto di interesse nel quale versa l'imprenditore che, azionista della banca, sia anche prenditore di credito da parte della stessa, precludendo a tale soggetto, quando l'esposizione debitoria ecceda una data soglia rilevante, la possibilità di esercitare qualsiasi influenza sulle decisioni riguardanti le scelte di indirizzo e la gestione della società bancaria.

L'accresciuta presenza degli imprenditori fra gli azionisti bancari rende opportuno introdurre una disciplina più stringente con riguardo alla definizione dei "soggetti industriali collegati" e alla contemporanea posizione di amministratore e di affidato della banca.

Si potrebbero prevedere *ratios* patrimoniali più stringenti di quelli oggi in vigore e maggiori cautele nelle relazioni d'affari tra le imprese bancarie e le parti correlate, così da contenere la posizione complessiva del rischio che la banca assume nei confronti di tali soggetti.

A tal fine appare opportuno estendere l'obbligo di approvazione da parte del consiglio di amministrazione a tutte le operazioni finanziarie (e non solo ai prestiti) compiute in favore di azionisti industriali con una partecipazione superiore ad una certa soglia; nonché introdurre limitazioni per le imprese ad investire, entrare nel consiglio di amministrazione o partecipare a patti di sindacato nelle banche verso cui abbiano un'esposizione superiore ad una certa percentuale del proprio indebitamento finanziario lordo complessivo. Appare cioè necessario definire procedure più articolate per la valutazione dei finanziamenti da erogare ai clienti che siano *azionisti rilevanti* della banca, che prevedano in maniera puntuale e sistematica la responsabilità degli organi decisionali. Va nel contempo assicurato l'obbligo di comunicare all'autorità di vigilanza sul sistema creditizio tutte le operazioni poste in essere dai membri del consiglio di amministrazione in proprio o per conto delle società che essi rappresentano. Potrebbe essere altresì valutata l'opportunità di rafforzare i presidi prudenziali attualmente previsti in materia dalla regolamentazione secondaria adottata dalle autorità di vigilanza ai sensi del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, limitando ulteriormente le possibilità di indebitamento dei soggetti imprenditoriali nei riguardi delle banche ad essi collegate.

13.4. La riforma delle funzioni di vigilanza

13.4.1. Ragioni e orientamento della riforma

Ogni intervento sulle funzioni di vigilanza deve muovere dal riconoscimento della validità del modello del mercato regolamentato. Le vicende degli ultimi anni - dalla bolla speculativa sui mercati dei titoli azionari del 1999-2000, le crisi delle società americane Enron e Worldcom, fino ai recenti avvenimenti italiani - suggeriscono infatti

di rafforzare i presidi a tutela degli investitori e dei risparmiatori, ampliando proprio l'operatività di tale modello e rafforzando le regole, le procedure e i controlli, ancora più necessari in un'ottica globalizzata e con scenari internazionali aperti.

Un intervento sull'attuale assetto delle funzioni di vigilanza appare, in particolare, necessario alla luce di tre fondamentali elementi emersi nel corso dell'indagine. Un primo dato meritevole di attenta considerazione attiene all'evoluzione in corso a livello europeo. È in atto, infatti, un processo di convergenza delle funzioni di vigilanza che ha già realizzato l'unificazione del mercato dei valori mobiliari e condurrà, entro un periodo assai breve, ad un mercato unico dei servizi finanziari, ponendo, sul piano interno, il problema di introdurre adeguati correttivi all'attuale frammentazione delle competenze in materia di vigilanza. Un secondo elemento dal quale non appare possibile prescindere attiene alla struttura finanziaria del mercato che si caratterizza, in misura sempre maggiore, per una marcata integrazione fra le diverse attività di credito e per la conseguente despecializzazione degli intermediari nonché per una nuova composizione dell'offerta di prodotti finanziari. Un terzo, fondamentale elemento riguarda la nuova composizione dei portafogli dei nuclei familiari: è drasticamente diminuito il peso dei depositi bancari e dei titoli di Stato ed è nettamente aumentata l'incidenza di attività finanziarie di mercato (azioni ed obbligazioni emesse da soggetti privati). Gli ultimi due aspetti qui richiamati richiedono, innanzitutto, di finalizzare maggiormente l'attività di vigilanza alla tutela degli interessi dei risparmiatori che si configurano come i "soggetti deboli" ed esposti ai rischi più elevati in conseguenza delle intervenute trasformazioni dei mercati finanziari.

Rispetto al nuovo quadro che si è obiettivamente determinato, l'assetto della vigilanza, oltre che della regolamentazione, appare, in particolare, assegnare, da un lato, una eccessiva centralità al sistema bancario, scelta questa comprensibile con riferimento al passato ma, sotto molti aspetti, non più attuale, e, dall'altro, non tenere nella debita considerazione le trasformazioni alle quali è andata incontro l'attività svolta dagli intermediari.

13.4.2. Sviluppare il modello di vigilanza per finalità ponendo al centro la tutela del risparmio

Nel corso delle audizioni è risultata ampiamente prevalente l'opinione secondo la quale risulterebbe controproducente, o quantomeno prematura, fino a una migliore valutazione delle esperienze avviate in questo senso in altri paesi, una radicale trasformazione dell'attuale assetto della vigilanza e, in particolare, la previsione di un'unica autorità competente in materia di banche, intermediari mobiliari e assicurazioni. È invece da confermare la scelta, già parzialmente accolta dall'ordinamento, di un modello di vigilanza per finalità, caratterizzato dalla presenza di più autorità, ciascuna competente per uno degli obiettivi generali della regolamentazione, che va tuttavia integralmente attuata, tenendo conto degli elementi di forte discontinuità ai quali si è accennato.

Gli avvenimenti recenti, in Italia e all'estero, hanno infatti mostrato che il modello della banca universale tende a riproporre la tematica dei conflitti di interesse tra le diverse attività svolte, con rischi sia per i risparmiatori che per la stabilità del sistema, per cui è opportuno insistere sugli strumenti che limitano e segmentano all'interno delle banche universali. In conseguenza di ciò, anche il sistema di vigilanza e di controllo deve poter correttamente distinguere tra gli obiettivi di fondo della stabilità e della correttezza e trasparenza, altrimenti ci si espone al rischio di subordinare l'obiettivo della correttezza a

quello, ben più importante del punto di vista sistemico, della stabilità. Tale rischio sarebbe particolarmente rilevante in Italia dove i controlli di stabilità hanno una tradizione, una credibilità e una incisività ben più forti di quelli di trasparenza e correttezza, a motivo della ben maggiore autorevolezza, forza e tradizione del soggetto storicamente preposto al controllo della stabilità. La vigilanza per funzioni origina dalla osservazione che i problemi di stabilità si pongono essenzialmente dal lato dell'"offerta" (banche, assicurazioni, intermediari) mentre quelli di correttezza riguardano essenzialmente la domanda, vale a dire la tutela dei risparmiatori nei loro rapporti con le imprese e gli intermediari .

In linea di principio, dovrebbe pertanto mantenersi alla Banca d'Italia la competenza in materia di stabilità macroeconomica, ossia di prevenzione di crisi bancarie di portata sistemica, e di stabilità microeconomica, ossia di mantenimento di condizioni di equilibrio economico e patrimoniale a livello di singoli intermediari finanziari. Dell'attuale CONSOB andrebbe esaltato il ruolo di protezione degli investitori da realizzarsi garantendo sia la trasparenza delle informazioni sia la correttezza dei comportamenti degli intermediari. I poteri di tale istituzione devono essere tuttavia sensibilmente rafforzati e risultare esercitabili nei confronti di tutti gli intermediari finanziari, ferme restando le esigenze di tutela della stabilità. Le Commissioni ritengono in particolare necessario ampliare i poteri di indagine e di verifica, prevedendo sia la possibilità di avvalersi della Guardia di Finanza sia la facoltà di ottenere le informazioni necessarie dalle altre autorità di vigilanza.

In ogni caso, ferma restando la competenza della Banca d'Italia in materia di raccolta del risparmio bancario, occorre tenere presente che i profili di vigilanza sulla trasparenza e sulla stabilità relativi alle obbligazioni emesse dalle banche risultano oggettivamente intrecciati: pertanto, il riparto di competenze in merito tra le relative autorità dovrà essere attentamente e specificamente definito in occasione dei successivi interventi legislativi in materia.

Un coerente recepimento del modello di vigilanza per finalità richiede inoltre di meglio definire le competenze reciproche dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato e della Banca d'Italia nell'ambito della vigilanza sul settore bancario. In questo senso può essere istituzionalizzata la competenza della Banca d'Italia con riferimento alle operazioni di concentrazione e acquisizione nel settore creditizio, mentre all'Autorità garante della concorrenza e del mercato verrebbero assegnate le intese lesive della concorrenza e gli abusi di posizione dominante. A questo riguardo va per altro segnalato come il riconoscimento della competenza dell'Autorità garante anche con riferimento al settore bancario esiga l'introduzione di forme di coordinamento tra l'attività di quest'ultima e quella della Banca d'Italia, che, senza introdurre procedure eccessivamente complesse ed esposte al rischio di esiti paralizzanti, assicurino una saggia ponderazione fra le esigenze della concorrenza e quelle della stabilità. A riguardo non va sottovalutato come le fusioni e le acquisizioni tra banche presentino in ogni caso un profilo rilevante di stabilità che inerisce alle competenze proprie della Banca d'Italia e come la tutela delle esigenze di stabilità rivesta, anche in tali casi, un rilievo fondamentale ai fini della tenuta complessiva del sistema creditizio.

In conclusione, le Commissioni ritengono che, in materia di tutela della concorrenza, occorra ridefinire i rapporti tra la specifica autorità e la Banca d'Italia, al fine di consentire un'adeguata valutazione, con riferimento ai singoli casi, della prevalenza

delle esigenze di stabilità o di concorrenza.

13.4.3. La vigilanza sulle assicurazioni e sui fondi pensione

Nell'attuale assetto della vigilanza, il modello per finalità è applicato in modo solo parziale, in quanto il legislatore ha ritenuto che i caratteri specifici dei due settori giustifichino l'esistenza di due organismi, ISVAP e COVIP, dotati di competenze in materia di vigilanza rispettivamente sui settori delle assicurazioni e dei fondi pensione. Le due citate istituzioni conducono ad un modello di tipo istituzionale, connotato dal conferimento della vigilanza sulle diverse categorie di operatori ovvero sui diversi mercati ad uno specifico organo, competente per tutte le attività e per il perseguimento di tutti gli obiettivi.

Con particolare riferimento al settore assicurativo, va evidenziato come i relativi prodotti abbiano un rilevante contenuto finanziario, che può risultare diretto concorrente di prodotti offerti da banche e da fondi comuni di investimento. Sul piano funzionale si assiste ad una evoluzione che tende verso la tendenziale despecializzazione degli intermediari. Strutturalmente, esistono legami societari tra i settori bancario e assicurativo che si esplicano nella partecipazione o addirittura nel controllo esercitato da gruppi bancari su un rilevante numero di compagnie assicurative. D'altronde, non può non rilevarsi la specificità delle attività connesse all'assicurazione contro i rischi, la cui valutazione è rimasta finora estranea alla funzione di vigilanza sul credito.

L'indagine induce quindi ad approfondire il problema se sussista un grado di prossimità tra realtà bancaria e assicurativa, anche per quanto riguarda l'esposizione al rischio di credito, tale da giustificare la riconduzione della vigilanza di stabilità sulle assicurazioni nell'ambito del modello di vigilanza per finalità.

Un discorso in parte analogo può svilupparsi per i fondi pensione, rispetto ai quali occorre tuttavia tenere in ogni caso conto della peculiare natura dei fondi "contrattuali" (o chiusi), dell'attinenza della materia alla disciplina previdenziale e, quindi, a quella dei rapporti di lavoro, nonché dell'orizzonte temporale di lungo periodo sul quale debbono operarsi le valutazioni inerenti al tipo di prestazione e di rischio che connota questi soggetti.

13.4.4. La disciplina delle autorità

Le autorità preposte all'attività di vigilanza sono sorte in tempi diversi e la relativa disciplina risente del momento in cui è stata concepita. Nell'ordinamento si è andata frattanto precisando la figura dell'autorità indipendente, che ha assunto in misura sempre maggiore natura e connotati uniformi. Al fine di ridefinire la complessiva disciplina degli organismi di vigilanza del settore, occorre porsi l'obiettivo di introdurre elementi di razionalizzazione e coordinamento nella regolamentazione delle diverse autorità onde rafforzarne la coerenza e l'efficacia.

Un primo tema da considerare è quello del rapporto tra organi politici di indirizzo e autorità di vigilanza. Ogni intervento in materia deve considerare la necessità di salvaguardare l'autonomia e l'indipendenza delle autorità di vigilanza sul mercato finanziario e sugli intermediari bancari e finanziari. Ciò non appare tuttavia escludere la possibilità che l'azione delle autorità si conformi ad indirizzi politici generali, definiti attraverso un procedimento che preveda il coinvolgimento sia del Governo, sia del Parlamento. A tale riguardo sembrerebbe opportuno limitarsi a confermare le competenze del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio.

Il rapporto tra organi politici di indirizzo e autorità dovrebbe inoltre manifestarsi al

momento della nomina dei componenti dell'autorità, in particolare attraverso il requisito di una maggioranza qualificata dell'organo parlamentare.

Riguardo alle modalità di nomina, ma anche alla composizione dell'organo di vertice e alla durata in carica dello stesso, si tratta di individuare criteri uniformi per le autorità di garanzia e regolazione, ferma restando la salvaguardia delle relative garanzie d'indipendenza. A riguardo si può del resto rilevare come proprio la disciplina delle autorità indipendenti attualmente esistenti dimostri la possibilità di assicurare piena indipendenza, autonomia ed efficacia anche ad organismi collegiali nominati per un periodo di tempo predeterminato con l'intervento congiunto del Governo e di un'ampia maggioranza parlamentare.

In ogni caso, ogni eventuale modifica all'assetto delle competenze delle autorità di vigilanza dovrà accompagnarsi a misure di carattere che ne assicurino la piena funzionalità.

13.4.5. Coordinamento e semplificazione normativa

La disciplina organizzativa delle autorità di vigilanza dovrà perseguire inoltre l'obiettivo di un maggiore coordinamento tra le stesse, destinato a manifestarsi, innanzitutto, attraverso un più intenso scambio di informazioni e un più ampio confronto nello svolgimento delle rispettive attività. A tal fine appare da condividere la proposta di costituire un apposito organismo di coordinamento che si riunisca con periodicità prestabilita.

Il coordinamento tra le diverse autorità di vigilanza dovrà tendere, in primo luogo, a impedire che gli intermediari siano gravati di oneri eccessivi e superflui, evitando la duplicazione degli adempimenti, i controlli congiunti, la sovrapposizione dei compiti e i contrasti d'indirizzo.

Occorre, più in generale, optare per una semplificazione della regolamentazione in materia di vigilanza che sappia far leva anche sui meccanismi di mercato e sulla responsabilizzazione degli operatori, rifuggendo dalla tentazione di esasperare il regime dei controlli moltiplicando le autorizzazioni e gli oneri amministrativi quando ciò non corrisponda ad effettive necessità.

13.5. Il problema dell'apparato sanzionatorio

La disciplina vigente in materia sanzionatoria è parsa per molti aspetti difettare di efficacia deterrente.

Su tale tematica, vale certamente la considerazione che le vicende di crisi non derivano solo dalla carenza di controllo istituzionale, non soltanto da smagliature nel tessuto del governo societario, ma sono originate anche per il fatto che il mercato e gli operatori, in qualche modo, perdono gli incentivi a indirizzare le proprie attività verso meccanismi di comportamento virtuoso.

Occorre quindi valutare un rafforzamento delle sanzioni amministrative e, ove necessario, penali in materia societaria, cui si accompagni la previsione di sanzioni accessorie di tipo interdittivo, consistenti nella sospensione o decadenza dalle cariche, e strumenti efficaci a determinare conseguenze negative di carattere reputazionale, consistenti nella piena pubblicità delle misure afflittive di fronte al mercato.

Si rende quindi necessario un inasprimento delle sanzioni attualmente previste in materia: la modesta entità delle pene attuali, in un contesto ordinamentale che si caratterizza per l'estrema lentezza dei procedimenti penali, contribuisce, fra l'altro, ad

abbassare la soglia di rilevanza dei termini di prescrizione; per quanto concerne, in particolare, la disciplina del reato di falso in bilancio, poi, l'introduzione di soglie quantitative che escludono la punibilità del fatto può oggettivamente alterare la percezione dell'illegalità del comportamento.

Al fine di prevenire il mancato funzionamento della filiera di controllo sulla produzione di dati e di notizie all'interno della società (servizi di controllo interno, collegio sindacale, comitato di controllo, società di revisione), può essere utile individuare nuove fattispecie sanzionatorie e nuovi profili di responsabilità, introducendo nell'ordinamento, per garantire la genuinità del dato informativo di base, una specifica responsabilità penale dei dirigenti degli uffici amministrativi e contabili per la produzione di documenti falsi o contenenti informazioni false o incomplete, la consapevole diffusione di tali documenti da sé o da altri prodotti, e la predisposizione di bilanci contenenti rappresentazioni false, incomplete o comunque alterate a scopo fraudolento.

A fronte dell'esiguità dei limiti minimi e massimi di sanzione pecuniaria, inferiori a quelli di altri ordinamenti, potrebbe valutarsi di aumentare, almeno in alcuni casi, l'ammontare delle sanzioni.

Tra le sanzioni interdittive, poi, potrebbero essere adottate iniziative nelle sedi competenti per prevedere, quale sanzione nei confronti degli amministratori per i casi di informazioni ingannevoli, l'interdizione dall'incarico di amministratore nell'intera Unione europea.

Per quanto concerne la cosiddetta sanzione reputazionale - il cui *metus*, colpendo un bene essenziale per chi opera nei mercati finanziari basati sulla fiducia, potrebbe in astratto essere fortemente deterrente rispetto a comportamenti criminosi - la forma di pubblicità dei provvedimenti sanzionatori di violazioni amministrative, ora consistente nella sola pubblicazione per estratto sul Bollettino della CONSOB o della Banca d'Italia, non risulta idonea a produrre un effetto deterrente concreto nei confronti degli operatori: potrebbe invece prevedersi la pubblicazione su quotidiani, anche specializzati in materia economica, aventi diffusione sull'intero territorio nazionale.

Appare condivisibile la finalità di intervenire sul sistema sanzionatorio complessivo e la filosofia del nuovo reato di documento al risparmio. Tale innovativa soluzione, che ha il pregio di identificare nel risparmio un bene pubblico da tutelare penalmente, presenta tuttavia alcuni profili problematici, in particolare dal punto di vista della determinazione della condotta sanzionata: in questa prospettiva potrebbe valutarsi piuttosto l'opportunità di rafforzare le sanzioni riferibili a figure di reato già contemplate nell'ordinamento, anche inasprendo le sanzioni previste per il falso in bilancio.

Appare, infine, opportuno affrontare la tematica dell'eventuale revisione, laddove fosse necessario, dell'impianto della disciplina dei reati societari, senza rinnegare la portata innovativa dello stesso come recato dalla riforma del 2002. Non può essere sottaciuta tuttavia l'assoluta assenza di una qualche correlazione tra la riforma del diritto societario e dei reati societari e gli episodi di malaffare e di truffa emersi nei mesi scorsi.

13.6 Interventi sulla giurisdizione

In Italia, l'estrema lentezza dei processi in materia commerciale e societaria, che si riverbera in scarsa certezza e in una *deminutio* di tutela dei rapporti fra operatori, potrebbe trovare rimedio nell'istituzione di sezioni specializzate dei tribunali per le materie economiche, di guisa che fosse assicurata la specializzazione richiesta dalla

specificità e complessità delle questioni di diritto e di fatto che tali controversie sottendono.

Anche nel contesto della recente riforma del processo commerciale, i nuovi organi giurisdizionali, costituiti da sezioni specializzate presso il giudice ordinario localizzate a livello di distretto delle singole Corti d'appello, sarebbero competenti nella materia societaria, nelle materie disciplinate dal testo unico bancario e dal testo unico dell'intermediazione finanziaria, nonché per le procedure concorsuali.

A tale ultimo riguardo, la mancanza di una legislazione efficiente per la gestione delle situazioni di crisi dell'impresa sollecita una revisione globale della legge fallimentare e delle altre procedure concorsuali, che, in tutti i casi in cui ciò sia possibile, persegua con maggiore efficacia di quanto oggi avviene il fine di favorire il recupero della produttività dell'impresa, preservandone il valore nei periodi di difficoltà economica.

13.7. Sistemi di tutela dei risparmiatori

Nell'ambito delle audizioni dell'indagine è stata affrontata anche la problematica relativa alla definizione di sistemi di tutela dei risparmiatori possessori di titoli obbligazionari o di altri strumenti finanziari emessi da imprese soggette ad insolvenza, anche con riferimento al valore costituzionale della tutela del risparmio sancito dall'articolo 47 della Costituzione. A tale proposito, si potrebbe introdurre, mediante una normativa di rango primario, uno specifico "Statuto del risparmiatore" che contenga diritti, doveri e limiti ai quali tutti i soggetti operanti nel settore del risparmio debbano attenersi.

L'esigenza di individuare adeguate forme di tutela dei risparmiatori è stata prospettata in una duplice ottica: da un lato per dare soluzione alle problematiche contingenti, a fronte delle consistenti perdite, tanto in dimensioni assolute quanto in proporzione alle disponibilità patrimoniali individuali, subite da numerosi risparmiatori italiani; dall'altro, per favorire, in una prospettiva futura, la ricostituzione di quel rapporto fiduciario, che oggi appare incrinato, tra i risparmiatori stessi e le istituzioni, pubbliche e private, operanti nei mercati finanziari.

In tale ambito tematico occorre tuttavia distinguere tra strumenti di tutela di tipo giuridico, e strumenti di tutela di carattere economico-finanziario.

Sotto il primo profilo si possono indicare tutti gli interventi di carattere normativo atti a rendere più facile, rapido ed efficace l'esperimento delle tutele giurisdizionali da parte dei risparmiatori che si ritengono danneggiati dai comportamenti di emittenti o intermediari nel collocamento di strumenti finanziari.

In tale prospettiva è stata segnalata, e costituisce oggetto di alcune iniziative legislative già all'esame della Camera dei deputati, la possibilità di introdurre nell'ordinamento italiano forme di tutela analoghe a quella della *class action*, già sperimentata nell'ordinamento americano, vale a dire di un'azione giurisdizionale finalizzata a riconoscere tutela ad una pluralità di soggetti, appartenenti ad una medesima categoria di consumatori o risparmiatori, che si ritengono danneggiati dal comportamento di un operatore economico.

A riguardo si ribadisce come ogni strumento atto ad incrementare la capacità dei risparmiatori di tutelare giuridicamente i propri diritti debba essere in linea di principio valutato positivamente, anche in quanto il rischio di vedersi esposti ad azioni giudiziarie, con le relative conseguenze in termini reputazionali e di richieste di risarcimento,

costituirebbe un disincentivo per gli operatori non corretti a porre in essere comportamenti illeciti.

Occorre peraltro segnalare come l'inserimento di un istituto che non conosce precedenti nell'ambito della tradizione giuridica italiana debba essere operato con opportuna cautela, al fine di evitare incertezze interpretative o vere e proprie aporie normative. Sul piano del merito appare inoltre necessario che l'introduzione di tale istituto non porti ad affidare integralmente la tutela dei consumatori e risparmiatori esclusivamente ad associazioni o gruppi organizzati – che pure in questo campo possono svolgere un ruolo importante di informazione e sensibilizzazione – ledendo il diritto, costituzionalmente garantito a ciascun soggetto, di agire in giudizio nelle forme e secondo le strategie che valuti più opportune sulla base della propria situazione concreta e dei propri interessi. Sempre in quest'ambito si possono ricordare quelle norme, già sperimentate in alcuni casi, che prevedono l'imposizione di limiti alla circolazione presso il pubblico di strumenti finanziari destinati ad investitori professionali, anche attraverso la imposizione di limiti di taglio minimo adeguati, ovvero che ne vincolino la circolazione alla prestazione di garanzie da parte dei soggetti collocatori.

Passando a considerare gli strumenti di tutela di carattere economico-finanziario, nel corso dell'indagine sono state ipotizzate diverse tipologie di intervento, per le quali si rinvia alla parte ricostruttiva, senza pertanto addentrarsi nelle caratteristiche specifiche e nelle problematiche di carattere tecnico che ciascuna di esse potrebbe presentare.

In linea generale occorre comunque rilevare come la previsione di forme di indennizzo generalizzato ed indiscriminato si esponga al rischio di determinare effetti perversi, inducendo sostanzialmente tutti i risparmiatori ad acquisire strumenti finanziari incorporanti un livello di rischio nettamente superiore a quello che sarebbe stato scelto sulla base delle proprie aspettative razionali e della propensione individuale al rischio, in ragione della rispettiva situazione patrimoniale e reddituale, fidando sul fatto che, in ogni caso, il cattivo andamento dell'investimento non comporterebbe comunque riflessi negativi sul loro patrimonio, in presenza di una garanzia di ultima istanza.

Tale circostanza, oltre ad apparire assai discutibile sul piano etico, ingenerando l'erronea convinzione che l'acquisto di uno strumento finanziario non determini l'assunzione di alcun rischio, comporterebbe forti distorsioni nei meccanismi di mercato di allocazione del capitale, in quanto annullerebbe, di fatto, il contenuto informativo per il mercato stesso incorporato nella diversificazione dei tassi dei titoli, determinando una loro impropria convergenza anche con riferimento a strumenti finanziari caratterizzati da un livello di rischio intrinseco molto diverso, e favorirebbe in ultima analisi proprio il collocamento di titoli speculativi a più alto livello di rischio, a danno del finanziamento delle iniziative produttive di maggiore solidità.

Sotto un altro punto di vista, la costituzione di sistemi di garanzia generalizzata comporterebbe la necessità di risolvere il problema relativo al finanziamento degli stessi ed al riparto dei relativi oneri tra i diversi soggetti privati coinvolti, salva l'ipotesi, che appare peraltro improponibile, di una totale fiscalizzazione dei medesimi costi a carico del bilancio pubblico.

La previsione di un obbligo di finanziamento generalizzato in capo a tutti gli intermediari bancari sarebbe anch'essa fonte di gravi distorsioni, ponendo impropriamente sullo stesso piano soggetti che hanno tenuto comportamenti tra loro difforni in materia di collocamento dei titoli.

Peraltro, una previsione che intendesse stabilire tale onere a carico delle sole banche collocatrici, indipendentemente da ogni verifica giudiziale circa la sussistenza di profili di responsabilità per i comportamenti tenuti nei confronti della clientela acquirente di titoli, apparirebbe anch'essa molto dubbia sul piano della costituzionalità, anche in quanto finirebbe per pregiudicare i diritti degli azionisti privati delle banche medesime, ai quali sarebbero sostanzialmente trasferire le perdite subite dai possessori dei titoli dei quali è stato dichiarato il *default*.

Inoltre, l'imposizione di obblighi di garanzia o di gravosi oneri di finanziamento alle banche in relazione al collocamento o alla negoziazione dei titoli rischierebbe di determinare una fuga degli intermediari finanziari nazionali da tale attività, ovvero un incremento esponenziale dei costi di emissione, risolvendosi in un ulteriore danno per l'intero tessuto produttivo nazionale, che vedrebbe inaridirsi un canale di finanziamento, alternativo all'indebitamento bancario, ormai indispensabile per la sua crescita, ed aumentando pertanto il carattere bancocentrico, da più parti criticato, del sistema imprenditoriale italiano.

Inoltre tali misure determinerebbero l'ulteriore, paradossale conseguenza, di incentivare ancor più il ricorso ad emissioni effettuate su piazze finanziarie straniere, ovvero, addirittura, in paradisi fiscali o legali, caratterizzati da un minor livello di trasparenza e di tutela.

Una soluzione alternativa potrebbe essere rappresentata dalla costituzione di un fondo per il ristoro dei danni subiti dai risparmiatori, nel quale confluiscono i proventi delle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate.

Peraltro, le Commissioni valutano positivamente e sostengono le iniziative, intraprese autonomamente da molte banche italiane, di ristorare i propri clienti risparmiatori delle perdite subite, ritenendo che le procedure di indennizzo debbano essere completate nei tempi più rapidi possibili, onde superare la sfiducia che molti risparmiatori nutrono nei confronti del sistema creditizio nel suo complesso. Al medesimo fine può essere opportuno attribuire un riconoscimento istituzionale all'attività delle maggiori organizzazioni rappresentative dei consumatori, anche prevedendo forme di consultazione delle stesse da parte delle autorità del settore.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte possono trarsi alcune parziali conclusioni e formulare alcune prime ipotesi.

In primo luogo occorre sottolineare come la più generale tutela per i risparmiatori, e per tutti i soggetti che si affacciano sui mercati finanziari è costituita da tutte quelle misure che favoriscano o rafforzino la completezza, veridicità e piena conoscibilità delle informazioni rilevanti per i mercati dei capitali.

In secondo luogo, sempre su un piano generale, il necessario, delicato bilanciamento tra i valori, inevitabilmente tra loro in parte confliggenti, della stabilità, della trasparenza e della concorrenza deve essere individuato in un punto di equilibrio che non sia di per sé pregiudizievole degli interessi dei risparmiatori, i quali non devono costituire il soggetto sul quale scaricare le debolezze e le contraddizioni del sistema.

Appare inoltre da valutare positivamente la possibilità, contenuta nel disegno di legge presentato dal Governo, di prevedere, nel caso di successiva circolazione di titoli destinati ad investitori professionali, la prestazione di una garanzia da parte del soggetto collocatore relativamente al pagamento degli interessi ed alla restituzione del capitale.

Un'ulteriore proposta che appare condivisibile riguarda la possibilità di introdurre

nell'ordinamento una norma analoga a quella presente nell'ordinamento statunitense, secondo cui i soggetti collocatori hanno l'obbligo di mantenere nel proprio portafoglio per un determinato periodo di tempo i titoli destinati a investitori professionali prima di collocarli presso il pubblico indistinto, ovvero, in subordine, di introdurre l'obbligo, per gli intermediari incaricati del collocamento, di detenere in portafoglio, per un periodo prefissato, i titoli privi di prospetto informativo.

In un'ottica di maggiore trasparenza nei rapporti tra intermediari e clienti, appare anche opportuno consentire il collocamento delle sole emissioni obbligazionarie accompagnate da un prospetto informativo, nonché estendere l'obbligo di prospetto a tutti i prodotti finanziari collocati presso il pubblico indistinto, introducendo altresì stringenti previsioni volte ad assicurare la piena comprensibilità dei medesimi prospetti informativi.

Nella medesima prospettiva si ritiene utile prevedere che l'intermediario produca, al momento dell'acquisto del prodotto finanziario da parte del risparmiatore una formale attestazione della rispondenza o meno del prodotto stesso al relativo profilo di rischio individuale, indipendentemente dal fatto che l'acquisto derivi o meno da una proposta dell'intermediario.

Inoltre, potrebbe essere imposto il divieto di collocare ad investitori non professionali titoli che, per le loro caratteristiche intrinseche, abbiano un carattere altamente speculativo non adeguato al profilo di rischio del normale risparmiatore, ferma restando la possibilità di derogare a tale divieto di fronte ad una manifestazione di volontà di acquisto inequivocabile, spontanea ed informata del risparmiatore stesso.

Infine, come misura di carattere estremo, che dovrebbe tuttavia essere verificata in sede comunitaria, potrebbe essere introdotto il divieto di emissione e/o di negoziazione sui mercati italiani di titoli che risultino privi di alcune caratteristiche minime, sul piano delle garanzie di solvibilità dell'emittente.

* * *

I recenti scandali finanziari hanno incrinato la fiducia dei cittadini nella capacità del sistema di tutelare adeguatamente il risparmio.

Con l'attività conoscitiva svolta dalle Commissioni, il Parlamento ha dato una prima, tempestiva risposta, ad aspettative relative all'accertamento degli eventi e delle circostanze che hanno concorso a renderli possibili.

Le Commissioni hanno operato unitariamente, procedendo a tutti gli accertamenti in uno spirito di serena e fattiva collaborazione e prescindendo dalle diverse valutazioni su singoli aspetti.

L'indagine è stata condotta con senso di responsabilità, incentrando il confronto sulle questioni che investono interessi generali della collettività. Il Parlamento ha dunque dimostrato, in questa prima fase, di saper agire come Istituzione unitaria di fronte a questioni che mettono in causa interessi e valori permanenti della comunità nazionale. L'attività di indagine parlamentare garantisce condizioni fondamentali di trasparenza e visibilità del dibattito, idonee a consentire all'opinione pubblica nazionale e internazionale di partecipare e verificare la sostanza e la serietà del confronto in atto tra le forze politiche e il governo.

Il metodo parlamentare assicura, con maggiore evidenza nelle situazioni più difficili, la visione più alta di tutti gli aspetti di un problema, al di sopra degli interessi particolari e delle visioni parziali che i diversi soggetti in causa manifestano. Applicando fino in

fondo il metodo parlamentare, le commissioni hanno assicurato condizioni fondamentali di trasparenza e visibilità.

In questo senso si auspica che le modalità, la rapidità e la qualità dell'approfondimento svolto in questi due mesi dalle commissioni parlamentari contribuiscano a trasmettere un primo e sostanziale messaggio di fiducia ai risparmiatori ed ai mercati finanziari.

Questo messaggio dovrà essere sollecitamente confermato e corroborato dai fatti consequenziali, traducendosi nella adozione delle misure di carattere legislativo, che sappiano innescare quel processo di trasformazione richiesto dall'evoluzione del contesto internazionale e dalla necessità di superare senza ulteriore indugio le difficoltà di adattamento che il sistema italiano ha evidentemente manifestato.

I risparmiatori devono poter fare pieno affidamento sul sistema creditizio e finanziario; il ruolo e i poteri delle istituzioni di vigilanza vanno adeguati alle nuove dinamiche dei mercati; la corporate governance deve garantire la trasparenza e la funzionalità degli assetti societari.

Questi obiettivi richiedono interventi riformatori, mirati ed incisivi, tali da rinnovare e rilanciare l'immagine complessiva del sistema finanziario e creditizio, restituendo pienamente ai risparmiatori la fiducia che è condizione necessaria per il funzionamento dei mercati.