

**CNEL**

**Consiglio Nazionale dell'Economia e del Lavoro**

I Commissione politica economica

**LA RIFORMA DELLA VIGILANZA DEI MERCATI  
FINANZIARI E LA TUTELA DEL RISPARMIO**

**Schema di osservazioni e proposte**

*Assemblea, 30 settembre 2004*

## INDICE

|                                                              |       |
|--------------------------------------------------------------|-------|
| Premessa                                                     | p. ii |
| Introduzione                                                 | p. 3  |
| 1. I criteri fondamentali                                    | p. 4  |
| 2. Controlli societari                                       | p. 6  |
| 2. 1. Il consiglio di amministrazione                        | p. 7  |
| 2. 2. Società di revisione                                   | p. 9  |
| 2. 3. Società <i>off-shore</i>                               | p. 11 |
| 3. Responsabilità degli intermediari                         | p. 11 |
| 4. Aspetti penali e giurisdizionali                          | p. 12 |
| False comunicazioni sociali                                  | p. 12 |
| Assetto giurisdizionale                                      | p. 13 |
| 5. Meccanismi di protezione dei risparmiatori                |       |
| Sistemi di indennizzo automatico                             | p. 13 |
| 6. Recepimento di direttive europee                          | p. 13 |
| 7. Sanzioni                                                  | p. 14 |
| 8. Il ruolo dell'autoregolamentazione                        | p. 15 |
| 9. Autorità di vigilanza                                     | p. 15 |
| 9. 1. Articolazione delle competenze                         | p. 15 |
| 9. 2. L'indipendenza delle autorità                          | p. 18 |
| 9. 3. Le procedure di nomina                                 | p. 20 |
| 9. 4. Raccordo fra autorità indipendenti                     | p. 20 |
| 9. 5. Trasparenza e responsabilità ( <i>accountability</i> ) | p. 21 |
| 10. L'educazione dei risparmiatori                           | p. 22 |

### **Premessa**

Lo schema di Osservazioni e proposte sulla riforma della vigilanza dei mercati finanziari e la tutela del risparmio è stato elaborato, discusso e approvato da un gruppo di lavoro interno alla Commissione Politica Economica (I) e dalla Commissione stessa nelle riunioni delle date seguenti: 24 marzo, 28 aprile, 19 e 26 maggio, 9 giugno, 19 luglio, 8, 9 e 15 settembre 2004.

Il relatore è il consigliere prof. Marco Onado.

## Introduzione

La riforma che mira al rafforzamento dei meccanismi di tutela del risparmio è stata avviata a seguito dei dissesti che hanno determinato gravi danni agli investitori e che hanno minato il clima di fiducia nel mercato finanziario italiano. Grazie anche all'immediato avvio di una indagine conoscitiva del Parlamento, nelle sedi legislative, istituzionali e tecniche si è subito convenuto sulla necessità di porre rimedio alle carenze del nostro ordinamento che potessero in qualche modo aver favorito comportamenti, anche fraudolenti, in danno dei risparmiatori o comunque indebolito i necessari strumenti di tutela. Benché gli scandali siano avvenuti in molti paesi industrializzati e quindi non possano essere considerati una peculiarità italiana né un indizio di specifica debolezza del nostro ordinamento, si faceva notare che tutti i principali paesi, in particolare gli Stati Uniti, hanno realizzato a partire dal 2002 importanti riforme volti a rafforzare i meccanismi di tutela degli investitori, al fine di mantenere salda la fiducia degli investitori. In questo spirito, sia nella relazione della Banca d'Italia, sia in quella della Consob si metteva in evidenza la necessità di interventi concreti. Il Governatore Fazio ha "invitato le banche a ristabilire un rapporto di fiducia con la clientela", mentre il Presidente Cardia ha ammonito che "il mantenimento della fiducia dei risparmiatori è mezzo essenziale di continuità e di sviluppo dell'attività degli intermediari".

Va anche ricordato che il dibattito su questa riforma non è legato solo al problema contingente degli scandali industriali e finanziari: fin dalla scorsa legislatura, infatti, sia la maggioranza che l'opposizione avevano presentato disegni di legge in materia di riforma delle autorità di vigilanza, con particolare riferimento a quelle competenti in campo finanziario. Il motivo fondamentale è che l'architettura della vigilanza si è sviluppata in Italia in tempi distinti, talvolta rispondendo ad esigenze contingenti, non necessariamente ancora valide e non sempre seguendo criteri di uniformità ed omogeneità rispondenti alle attuali caratteristiche dei mercati finanziari. Il progetto di riforma ha quindi "ereditato" in modo quasi naturale dalla passata legislatura anche l'obiettivo di razionalizzare e rafforzare l'architettura della vigilanza in campo finanziario.

A questi ambiziosi obiettivi se ne è aggiunto un altro non meno importante. L'esigenza di recuperare la competitività delle imprese (e dell'intero sistema produttivo nazionale) è infatti ormai divenuta prioritaria e ha portato ad individuare varie riforme e miglioramenti alla situazione attuale, fra cui assume rilievo fondamentale il superamento di un modello di finanziamento delle imprese che ha accentuato mali cronici come la sottocapitalizzazione e l'eccessivo accentramento del controllo. Per risolvere i problemi del passato, è necessario che le imprese abbiano un diverso atteggiamento nei confronti del mercato finanziario e sappiano adottare un modello di gestione trasparente, che metta l'impresa al riparo dalle vicissitudini della famiglia azionista, perché la trasparenza deve essere la nostra etica. Per realizzare questo obiettivo, la normativa attuale non è sufficiente, perché l'impresa che non fa appello al pubblico risparmio gode ancora di vantaggi elevati proprio in termini di opacità della gestione e perché se si vuole davvero facilitare l'accesso della generalità delle imprese ai capitali esterni, occorrono norme e sistemi di vigilanza che sappiano coniugare rigore e certezza delle sanzioni con la valorizzazione delle forze di mercato e dell'autodisciplina.

Il rilancio della competitività delle imprese italiane – che costituisce in questo momento uno degli obiettivi fondamentali del sistema Paese – passa attraverso una nuova stagione della concertazione che unisca forze produttive e sociali per conciliare gli interessi delle imprese con le esigenze degli investitori. Ciò conferisce ulteriore

significato alla decisione del CNEL di presentare un proprio testo di osservazioni e proposte in tema di tutela del risparmio e nello stesso tempo consente di individuare un ruolo fondamentale ed attivo anche in futuro.

Negli ultimi mesi e in particolare prima dell'estate, il processo di riforma ha incontrato vari ostacoli anche in relazione al clima di incertezza che ha caratterizzato il nostro scenario politico. E' peraltro evidente che i tre obiettivi testé ricordati non solo non sono affatto venuti meno, ma hanno forse assunto ulteriore rilievo ed importanza. Dalle sedi istituzionali più alte, è venuto continuamente lo stimolo a non abbandonare la riforma e a dare un segnale importante ai mercati internazionali e agli investitori italiani. Il CNEL intende affermare che la realizzazione della riforma costituirebbe un fattore di sviluppo importante per il sistema finanziario, per la cosiddetta "piazza finanziaria italiana", per la stessa strategia di sviluppo industriale del paese.

Nel corso del primo semestre del 2004 sono stati presentati numerosi disegni di legge, variamente articolati, con varie soluzioni su ciascuno dei punti in discussione. Il testo che segue muoverà da considerazioni di carattere generale; poiché tuttavia un documento di osservazioni e proposte non può non fare riferimento ad un testo specifico, analizzeremo in particolare le soluzioni contenute nell'ultimo disegno di legge approvato dalle commissioni parlamentari<sup>1</sup>, non solo perché si tratta comunque della sintesi del dibattito politico avvenuto fino ad allora, ma soprattutto perché era il disegno di legge più ampio dal punto di vista delle tematiche trattate. Le singole soluzioni che verranno discusse sono quindi un utile punto di riferimento per un'analisi dei contenuti specifici della riforma da realizzare.

### 1. I criteri fondamentali

Le linee strategiche di una riforma che risponda agli obiettivi indicati in premessa sono essenzialmente le seguenti: rafforzamento dei controlli, razionalizzazione dell'architettura di vigilanza, semplificazione e responsabilizzazione delle forze di mercato. Dal punto di vista meramente tattico, si è discusso inoltre se perseguire tutte queste finalità con un unico provvedimento di legge oppure se convenga procedere con gradualismo, in relazione al grado di urgenza dei problemi da affrontare e alle possibilità concrete di approvazione di norme che sono destinate a lasciare un impatto profondo sulla vita economica e quindi a sollevare contrasti anche acuti. E' quindi opportuno approfondire questi temi generali, che riguardano il metodo da seguire, ma che condizionano in modo rilevante il risultato che sarà possibile conseguire.

Il **rafforzamento dei controlli** è necessario perché casi come Cirio e Parmalat (che sono peraltro i più clamorosi, ma non gli unici) hanno messo in evidenza gravi carenze non tanto nel disegno complessivo delle norme, quanto nella disponibilità di risorse investigative e soprattutto nel sistema sanzionatorio (non c'è confronto fra le multe milionarie in dollari comminate dalla Sec a seguito degli scandali americani e le sanzioni milionarie - in vecchie lire - che le autorità italiane potranno comminare per comportamenti assai simili). Indipendentemente da questo, va ricordato che gli attuali poteri della Consob devono essere rafforzati per effetto del recepimento delle direttive europee, in particolare quella contro gli "abusi di mercato".

La **razionalizzazione** appare necessaria perché una ripartizione di vigilanza per stabilità richiede la semplificazione delle autorità competenti, la chiarezza delle linee di

---

<sup>1</sup> Il documento CNEL si riferisce al testo unificato del disegno di legge predisposto dai relatori Conte e Gambini e presentato alle Commissioni Finanze e Attività produttive della Camera.

divisione di responsabilità, la coerenza con la dinamica in atto nei principali sistemi finanziari. Del resto, la moneta unica, che ha accentrato nel Sistema europeo di banche centrali e nella Banca centrale europea le funzioni di politica monetaria ha introdotto un'innovazione fondamentale nell'architettura dei sistemi di vigilanza e dunque ha posto le premesse per modificazioni di miglioramento e semplificazione. Si è visto che disegni di legge in proposito sono stati presentati già nella scorsa legislatura, a testimonianza di una esigenza indipendente dagli avvenimenti clamorosi degli ultimi anni, mentre - come vedremo più avanti - in quasi tutti i paesi europei negli ultimi anni si sono avuti importanti processi di riforma delle autorità di vigilanza. Ancorché non legata al problema degli scandali e all'obiettivo di rinsaldare la fiducia dei risparmiatori, il tema dell'architettura delle autorità di vigilanza è all'ordine del giorno di tutti i paesi europei ormai da qualche anno. Ai fini della riforma italiana, il problema, quanto meno *ratione materiae*, deve quindi essere preso in considerazione ai nostri fini.

La **semplificazione** è necessaria perché una regolamentazione efficace è anche "amica del mercato", in quanto sa evitare duplicazioni e inutili aggravii per i soggetti vigilati. Va ricordato che la minimizzazione dei costi di regolamentazione è uno degli obiettivi che la legge inglese impone esplicitamente alla autorità di vigilanza, la *Financial Services Authority* e che anche in altri ordinamenti, questo punto è sempre espressamente considerato (anche in Italia, al comma 5 dell'art. 5 del Testo unico della finanza, che afferma che "La Banca d'Italia e la Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati..") La responsabilizzazione delle forze di mercato deve rimanere uno degli imperativi categorici di ogni riforma in campo finanziario. In altre parole i "fallimenti nel mercato" che abbiamo vissuto non debbono indurre a spostare tutto il peso futuro sui controlli esercitati dalle autorità. L'industria italiana dei servizi finanziari è una componente essenziale del tessuto produttivo italiano e deve trovare nella riforma non un ulteriore onere, ma l'opportunità per superare i difetti del passato e aumentare la sua competitività nel mercato europeo e mondiale.

Proprio perché la riforma da realizzare riguarda praticamente tutti gli aspetti relativi alla tutela degli investitori, ai poteri delle autorità, ai controlli societari e di *corporate governance*, alla vigilanza sui mercati, un provvedimento che volesse intervenire su tutte queste materie rischierebbe di incontrare difficoltà che ne potrebbero allontanare nel tempo l'approvazione, come infatti è avvenuto negli ultimi mesi. La scelta di procedere con più provvedimenti diluiti nel tempo appare quindi la migliore nell'attuale situazione politica. Il CNEL non ritiene di prendere posizione su questo aspetto, che riguarda la tecnica legislativa e la dinamica del dibattito politico. E' opportuno peraltro mettere in evidenza i seguenti punti:

- La riforma complessiva di cui il Paese ha bisogno è una riforma ampia ed ambiziosa, per i motivi che sono già stati accennati e che saranno approfonditi più avanti.
- Non si tratta quindi di operare "stralci" più o meno drastici, ma di procedere con gradualismo adeguato alle possibilità concrete di approvazione di provvedimenti che rispondano agli obiettivi generali prima indicati.
- Il primo provvedimento da approvare, quello capace di dare un segnale importante ai fini della fiducia dei risparmiatori, è ovviamente quello relativo ai controlli societari dei vari livelli e al rafforzamento dei meccanismi di tutela degli investitori.
- Non meno urgente però è il recepimento della Direttiva *market abuse*, il cui termine scade - è bene ricordare - il 12 ottobre; di altre direttive, già approvate anche se con date di recepimento più lontane, è comunque necessario tenere conto nella riforma in questione.

- In ogni caso, alcune incertezze e sovrapposizioni nella divisione dei compiti (in altre parole, le contraddizioni con cui in Italia è attuata la cosiddetta distinzione dei compiti per finalità) sono temi non eludibili nel progetto complessivo di riforma: l'architettura delle autorità di vigilanza fa parte a pieno titolo dei temi di cui la riforma si deve occupare.

Il sostegno più autorevole alla soluzione ambiziosa, anche se eventualmente scaglionata su più provvedimenti di legge, viene dal recente parere della Banca centrale europea<sup>2</sup> che – sollecitata dal Ministero dell'Economia – ha svolto un'ampia analisi del disegno di legge allora in discussione in Parlamento e, sugli aspetti di principio, e sul punto ha affermato che: "La BCE accoglie con favore il rafforzamento di specifici presidi per l'integrità dei mercati finanziari. Ciò risponde alle preoccupazioni sorte a livello internazionale e dell'Unione europea (UE) in seguito alle recenti crisi di alcune società negli Stati Uniti e in Europa. In particolare, il disegno di legge affronta carenze oggi esistenti in materia di governo societario, di informativa finanziaria, di monitoraggio svolto da intermediari finanziari e da istituzioni che forniscono informazioni e servizi di consulenza agli investitori (cd. *reputational intermediaries*), nonché di società insediate in paradisi fiscali. La BCE ritiene che le soluzioni previste nel disegno di legge possano – alla luce dei casi più frequenti – contribuire a edificare un sistema di più solide salvaguardie in materia di comportamenti societari".

Nelle pagine che seguono discuteremo i punti qualificanti della riforma da realizzare, iniziando dagli aspetti relativi ai controlli societari che, per i motivi esposti, rappresentano l'aspetto più urgente e devono quindi essere trattati nel primo provvedimento da approvare.

## 2. Controlli societari

La materia era trattata nella prima parte del disegno di legge in discussione prima dell'estate, che sul tema specifico dei controlli societari appariva da migliorare, perché alcune delle soluzioni proposte rischiano di aggravare gli oneri regolamentari senza un adeguato aumento dell'efficacia complessiva.

Il CNEL ritiene che un rafforzamento dei controlli sia necessario e comporti inevitabilmente qualche costo aggiuntivo per imprese e intermediari: il punto è valutare per ogni singola soluzione quali siano i vantaggi concretamente realizzabili. Al riguardo, è opportuno ricordare la recente lettera di Paul Volcker e Arthur Levitt, rispettivamente ex presidenti di Fed e Sec in risposta alle critiche crescenti nei confronti della legge Sarbanes-Oxley sui costi di adempimento (stimati in 5 milioni di dollari *una tantum* e 1,5 milioni all'anno, solo per la cosiddetta *Section 404* relativa ai controlli interni), con possibile ricadute negative sulla propensione alla quotazione e sulla competitività del mercato americano.

I due autorevoli ex-presidenti obiettano che "dal nostro punto di vista 5 milioni di dollari *una tantum* e 1,5 milioni all'anno non rappresentano un prezzo eccessivo per una società internazionale di dimensioni multimiliardarie, se confrontati con quanto gli investitori hanno perso – e si avviano a perdere – se i controlli interni non vengono migliorati. Confrontati con le decine di milioni di dollari pagate a banche di investimento e consulenti per una singola transazione, o con le spese legali quando le

<sup>2</sup> Parere della Banca Centrale Europea dell'11 maggio 2004 su richiesta del Ministero italiano dell'Economia e delle Finanze in relazione a un disegno di legge recante interventi per la tutela del risparmio (CON/2004/16).

cose vanno male o con i 90 miliardi di dollari che gli investitori hanno perso nel solo caso Enron. In base a questo calcolo, la legge Sarbanes-Oxley supera il test costi-benefici e vale ogni centesimo speso”.

E ancora: “Non dobbiamo consentire che il recente rimbalzo del mercato ci porti all’amnesia collettiva dei dolori e delle perdite che sono state effettivamente inflitte ai risparmiatori o ci induca a non vedere il ruolo critico che la legge Sarbanes-Oxley ha avuto nel ristabilire la fiducia degli investitori [...] Anche se la *compliance* comporta costi monetari, crediamo che l’investimento in buona *corporate governance*, nell’integrità professionale e nella trasparenza pagherà negli anni a venire un dividendo in termini di fiducia degli investitori, mercati più efficienti, maggior partecipazione al mercato”.

Queste considerazioni possono servire da riferimento anche per la riforma italiana. Se il criterio generale enunciato da Volcker e Levitt è condivisibile, molte soluzioni proposte nel corso del dibattito e anche alcune presenti nell’ultimo disegno di legge non appaiono rispondere al test di un’analisi costi-benefici oppure non si dimostrano sufficientemente capaci di realizzare una riforma che sappia essere anche “amica del mercato”.

Fra i punti meritevoli di un ripensamento in sede di dibattito parlamentare, vanno ricordate in primo luogo le norme in materia di *corporate governance*. L’ultimo disegno di legge appariva troppo timido per certi versi e troppo prescrittivo per altri. Era timido perché rinunciava a definire in modo diretto e stringente i requisiti per l’indipendenza degli amministratori e perché non imponeva, ad esempio, che il comitato di controllo interno sia composto solo da amministratori indipendenti. Era troppo prescrittivo perché oltre che imporre la nomina di amministratori da parte delle minoranze, attribuiva alla legge o a regolamenti Consob aspetti che dovrebbero essere lasciati all’autonomia statutaria e ai codici di autodisciplina. Alla base vi è forse un equivoco fra consiglieri indipendenti e consiglieri eletti dalle minoranze: le due categorie come è noto non coincidono e l’esempio della Sarbanes-Oxley, che non a caso interviene solo sulla categoria dei consiglieri indipendenti, meriterebbe di essere seguito fino in fondo.

## 2. 1. Il consiglio di amministrazione

Il miglioramento della *corporate governance* societaria deve conciliarsi con il rispetto della libertà statutaria e con le esigenze operative degli organi societari. Ciò richiede di evitare norme che impongono vincoli eccessivamente rigidi e di puntare invece – come hanno fatto tutti gli altri paesi che sono già intervenuti su questa materia – sul rafforzamento della presenza e del ruolo dei consiglieri indipendenti.

Il CNEL ritiene che occorrerebbe rendere obbligatoria la nomina di un numero adeguato di amministratori indipendenti nelle società quotate (ad esempio, un terzo, con l’obbligo di avere comitati specializzati composti solo da amministratori indipendenti). Si potrebbe inoltre intervenire sulla definizione di amministratori indipendenti adottando parametri più stringenti degli attuali quali la definizione di soglie di importi relativi ai rapporti di natura economica intrattenuti con la società, il cosiddetto *look back period* (tempo che trascorre tra la fine del rapporto economico intrattenuto con la società e il momento in cui l’amministratore può qualificarsi come indipendente), la definizione di un numero massimo di cariche acquisibili. L’unico caso in cui si giustifica la nomina di amministratori da parte delle minoranze è quello in cui la società abbia adottato il modello monistico di amministrazione e controllo, nel quale funzioni assimilabili a quelle del collegio sindacale sono svolte dal comitato per il

controllo sulla gestione che, come noto, è composto da amministratori. Per assicurare la rappresentanza delle minoranze in tale organo alle minoranze può essere riconosciuto il potere di designare uno o due amministratori i quali poi andranno a comporre l'organo di controllo. (ma già previsto all'art. 2, lett. f).

In molti paesi, a cominciare dagli Stati Uniti, la presenza dei consiglieri indipendenti (in alcuni casi, con requisiti stringenti) non è prevista solo dai codici di autodisciplina, ma spesso dalla legge. Inoltre, il requisito di indipendenza fissato dal Testo unico della finanza per i sindaci risponde a finalità diverse e dunque presenta contenuti più blandi rispetto a quelle fissate quando si vogliono migliorare le regole di *corporate governance* della società. Basti ricordare che due componenti su tre del comitato di audit di Parmalat avrebbero soddisfatto quei requisiti. Occorrono quindi norme più stringenti, che fissino requisiti di indipendenza efficaci: al riguardo, si possono indicare come soluzioni ottimali quella della già citata legge Sarbanes-Oxley del 2002 o quelle di codici di *corporate governance* europei, come quello inglese o quello olandese.

Un altro punto importante riguarda la nomina da parte delle minoranze di amministratori e/o sindaci. Al riguardo si osserva che il Testo unico della finanza aveva previsto una soluzione equilibrata, prevedendo che "l'atto costitutivo contiene le clausole necessarie ad assicurare che un membro effettivo sia eletto dalla minoranza. Se il collegio è formato da più di tre membri, il numero dei membri effettivi eletti dalla minoranza non può essere inferiore a due". La logica era infatti quella di riservare la presenza di un rappresentante delle minoranze non già all'organo di gestione, ma a quello che deve vigilare sugli aspetti più delicati della vita societaria.<sup>3</sup> La norma è stata spesso elusa semplicemente alzando il quorum per la partecipazione al voto oltre i livelli ragionevolmente raggiungibili dagli azionisti di minoranza e in particolare dagli investitori istituzionali.

Ritiene il CNEL che occorra individuare gli strumenti per dare piena applicazione all'art. 148 del TUF, evitando soluzioni eccessivamente macchinose, come quelle – che pure sono state proposte in varie sedi – di nomina del sindaco da parte della Consob o di un regolamento Consob sulle procedure da adottare in sede assembleare. Soluzioni di questo tipo (che non trovano riscontro in altri ordinamenti) appaiono invadere in maniera eccessiva (e quel che è peggio, non necessariamente efficace) la sfera dell'autonomia statutaria o dell'autoregolamentazione. Sembra sufficiente la previsione, già inserita nell'ultimo testo di legge, secondo cui la Consob provvede alla nomina del sindaco nel caso in cui l'assemblea, per i meccanismi di voto adottati o per qualsiasi altro motivo, non vi riesca. Si ritiene infine eccessivo il vincolo secondo cui il presidente del collegio sindacale deve essere scelto fra i sindaci eletti dalla minoranza.

Con riferimento a varie soluzioni concrete in materia di organi sociali, in particolare contenute nell'ultimo disegno di legge, il CNEL esprime infine riserve sul divieto per il presidente del Consiglio di amministrazione di far parte del Comitato esecutivo

<sup>3</sup> Si ricorda che il collegio sindacale è tenuto a vigilare su:

- a) sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo;
- b) sul rispetto dei principi di corretta amministrazione;
- c) sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione;
- d) sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate ai sensi dell'articolo 114, comma 2.

(mentre si è favorevoli al divieto di deleghe ex art. 2381), sempre che non si preferisca rinviare la materia ai codici di autodisciplina. Si potrebbe invece prevedere per legge il divieto al cumulo delle cariche di presidente e amministratore delegato.

La norma che inibisce al presidente del consiglio di amministrazione la delega di qualunque attribuzione irrigidisce eccessivamente la governance societaria soprattutto per le società di piccole dimensioni. Un documento sottoscritto da autorevoli associazioni di settore prevedeva di affidare al codice di autodisciplina il compito di limitare l'attribuzione di deleghe al presidente del CdA, imponendo controlli più stringenti dei revisori sulla *governance* di quelle società nelle quali siano attribuite deleghe al presidente".

## 2. 2. Società di revisione

Anche se le società di revisione hanno rappresentato uno degli anelli più deboli della catena dei controlli, non bisogna perdere fiducia in questo fondamentale istituto, ma occorre rafforzarne l'efficacia, per quanto riguarda i criteri di nomina, rotazione, indipendenza, responsabilità e controlli.

**Criteri di nomina.** Su questo punto sono emerse due posizioni distinte. Propongono alcuni di lasciare la soluzione agli organi societari, con rafforzamento dei controlli da parte collegio sindacale e comitato di audit e previsione del potere Consob della nomina in caso di manifesta inadeguatezza.

Tale soluzione, che è quella adottata dal disegno di legge, trova le sue motivazioni nel fatto che questa soluzione, ancorché presenti indubbi profili problematici, appare comunque come il minore dei mali possibili e non a caso coincide con quanto avviene in tutti gli altri paesi. In particolare, si osserva che la nomina da parte di soggetti diversi da quelli societari (o addirittura da parte delle stesse autorità di controllo) apre più problemi di quanti ne risolva. Per risolvere, o quanto meno attenuare, il problema del controllato che sceglie il proprio controllore, l'unica soluzione possibile è quella di rafforzare l'intervento del collegio sindacale e dell'*audit committee* (previsto dal Codice di autodisciplina per le società quotate) in base alla quale il comitato per il controllo interno, formato in maggioranza (meglio: esclusivamente) da amministratori indipendenti, valuta le proposte formulate dalla società di revisione per ottenere l'affidamento del relativo incarico, nonché il piano di lavoro predisposto per la revisione. Va osservato a questo proposito che l'ultimo disegno di legge prevede un'approvazione da parte dell'assemblea "previo parere vincolante assunto all'unanimità dall'organo di controllo". Se questo fosse composto - come già si è proposto - solo o in maggioranza da indipendenti - si avrebbe la garanzia di un controllo effettivo.

Si aggiunge che i poteri di controllo e gli obblighi di ispezione periodica previsti dalla legge mettono l'autorità di vigilanza nelle condizioni di revocare l'incarico quando emergano problemi che rendono il revisore non idoneo per qualsiasi motivo allo svolgimento dell'incarico.

Altri rifiutano il meccanismo di nomina interna della società di revisione e sono invece favorevoli all'introduzione di un meccanismo esterno di nomina, soprattutto se si sceglie un sistema duale con comitato di sorveglianza. In sintesi, secondo questa proposta, il procedimento dovrebbe essere riservato ad un'autorità che: i) sia esterna all'azienda i cui conti sono da certificare; ii) garantisca che le società di revisione, fra le quali quelle cui conferire l'incarico, soddisfino i requisiti previsti dalla legge; iii) abbia l'obbligo di redigere l'albo (o gli albi) secondo criteri di rigore, indipendenza e

trasparenza; iv) abbia l'obbligo di procedere periodicamente all'individuazione, mediante estrazione a sorte alla presenza di un notaio, della società iscritta cui assegnare l'incarico di revisione per una data azienda. Sempre all'interno di questa proposta alternativa, si suggerisce che si tenga conto dell'ambito di operatività territoriale delle società di revisione effettivamente operanti. Infine, dal momento che il meccanismo di nomina esclude la possibilità che le società di revisione attivino comportamenti di mercato aggressivi ricorrendo al prezzo come strumento di concorrenza, si solleva il problema dell'autorità cui attribuire il compito di definire le tariffe del servizio di revisione contabile.

Per quanto riguarda i poteri dell'autorità di vigilanza, si osserva infine che è tecnicamente più appropriato parlare, a fronte della comunicazione del conferimento o della revoca dell'incarico, di un potere di autorizzazione da parte dell'Autorità, piuttosto che di approvazione.

**Rotazione.** La soluzione proposta dalla Commissione Galgano istituita dal ministro dell'Economia è in linea con l'orientamento europeo poiché prevede che l'incarico abbia la durata di "sei esercizi (e non tre come ora), ma senza possibilità di rinnovo immediato (è possibile un nuovo incarico decorsi tre anni dalla cessazione del precedente)". Va peraltro precisato (non necessariamente potendosi ritenerli compresi fra i "dipendenti della società") che la rotazione deve applicarsi anche ai partner della società medesima. Infatti, solo in tal modo si evita che i titolari di società di revisione possano, utilizzando altre strutture societarie per la revisione, continuare a svolgere tale attività eludendo i limiti di durata dell'incarico.

**Indipendenza.** Il Testo unico della finanza prevede all'art. 160, che il Ministero di Grazia e Giustizia, sentita la Consob, emani un regolamento sulle situazioni di incompatibilità per le società di revisione. In sei anni, tale regolamento non è stato emanato. E' urgente che ciò avvenga; la commissione Galgano ha indicato principi che sembrano condivisibili e che soprattutto fanno riferimento al concetto di *network*.

**Responsabilità.** Il tema più delicato emerso dagli scandali finanziari riguarda il rapporto fra revisore principale e revisore secondario. Fermo restando che è praticamente impossibile per motivi organizzativi imporre che un solo revisore abbia la responsabilità su tutto il gruppo, va ricordato che la nuova formulazione del principio di revisione in materia impone che la parte di verifica attribuita al revisore principale debba rappresentare una componente preponderante, in termini quantitativi e qualitativi, di tutti i controlli del gruppo.

Il disegno di legge prevede a questo riguardo obblighi del revisore principale solo per i casi di società estere ubicate in paesi che non garantiscano adeguata trasparenza. Si propone, in aggiunta alle disposizioni in oggetto, di chiedere comunque al revisore principale di esprimere un giudizio e un gradimento sugli altri revisori. Questa soluzione permette invece di tener conto di realtà complesse come i gruppi, nazionali o multinazionali. In questi ultimi, inoltre, la revisione può seguire principi e regole diverse in dipendenza dello Stato in cui sono situate le singole società. La soluzione proposta postula il coordinamento tra i vari revisori mediante l'individuazione di un unico soggetto che si assume la responsabilità globale della revisione a livello di gruppo, attraverso meccanismi di condivisione o gradimento della scelta del revisore operata dalle singole imprese revisionate; devono essere prescritti obblighi di pubblicità del fatturato e dei compensi ottenuti dalle società di revisione.

**Controlli.** La Consob ha poteri di ispezione nei confronti delle società di revisione, ma li ha esercitati sempre solo quando emergevano criticità nelle società quotate (quindi come alternativa ai poteri di ispezione nei confronti delle imprese). Occorre invece prevedere anche ispezioni periodiche per valutare la regolarità delle certificazioni rilasciate e anche l'idoneità complessiva della società di revisione a svolgere gli incarichi ottenuti. Questo controllo ex post appare molto più efficace della proposta di reintrodurre l'approvazione preventiva da parte della Consob dell'incarico.

Come è noto, negli Stati Uniti il *Sarbanes-Oxley Act* ha previsto che vengano ispezionate almeno una volta all'anno tutte le società di revisione che hanno un numero consistente di incarichi (fissato per gli USA a 100 società quotate). Nello stesso tempo, la legge USA ha aumentato significativamente il bilancio e le risorse professionali a disposizione della Sec.

Si condivide la soluzione adottata dal disegno di legge di prevedere verifiche periodiche con intervalli non superiori a tre anni.

### **2. 3. Società off-shore**

Il problema può essere risolto solo imponendo alle società obblighi di informazione particolarmente dettagliati (e sanzioni Consob in caso di inadempienza). Ad esempio, allegando al bilancio i bilanci delle società appartenenti al perimetro di consolidamento e operanti in centri che non garantiscono adeguata trasparenza informativa.

Il testo dell'ultimo disegno di legge sembra condivisibile. Data la complessità della materia, le prescrizioni in materia potrebbero assumere la forma di principi di delega, lasciando ad un decreto delegato la definizione dei dettagli normativi.

### **3. Responsabilità degli intermediari**

Le polemiche seguite ai dissesti di varie aziende quotate italiane hanno messo in evidenza l'esistenza di forti criticità nella fase di collocamento dei titoli presso i risparmiatori. Le stesse azioni risarcitorie spontaneamente (e lodevolmente) avviate dai principali intermediari dimostrano la necessità di una migliore definizione e applicazione delle regole di comportamento. Al riguardo, vanno preliminarmente messi in evidenza tre punti fondamentali.

- a) Le regole di comportamento (c.d. *conduct of business rules*) sono definite anche in sede internazionale, dalla organizzazione che riunisce le autorità di vigilanza sui mercati finanziari (*International Organisation of Securities Commissions*, IOSCO) e le norme italiane sono perfettamente allineate agli standard internazionali. L'art. 21 del Testo unico della finanza e il regolamento Consob fissano già criteri stringenti in materia di diligenza nella prestazione dei servizi, obbligo di conoscere la propensione al rischio del cliente (*know your customer rule*), obbligo di valutare l'adeguatezza di ogni singola prestazione di servizi di investimento (*suitability rule*).
- b) La normativa italiana appare invece assai diversa rispetto al quadro internazionale per quanto riguarda l'apparato sanzionatorio. Mentre all'estero sono state comminate sanzioni agli intermediari per importi milionari in dollari o in sterline, con un effetto evidente sui comportamenti degli intermediari stessi, in Italia le sanzioni riguardano personalmente gli amministratori e gli organi di vertice degli intermediari e hanno dimensioni incomparabilmente inferiori. E' inoltre noto che il sistema italiano (basato sulla ripartizione di ruoli fra Consob e Tesoro) spesso comporta tempi eccessivi rispetto ai tempi massimi previsti per i processi amministrativi: in molti casi, le sanzioni sono state quindi annullate in

sede di ricorso al Tribunale civile. Su questo aspetto torneremo al punto 6 successivo.

- c) Le norme di comportamento degli intermediari, la materia delle informazioni da fornire agli investitori, il sistema sanzionatorio sono in via di migliore definizione in sede europea. Al riguardo, oltre alla già citata direttiva *market abuse* meritano di essere ricordate la direttiva sul prospetto informativo e quella sugli strumenti finanziari (che dovrebbe rappresentare l'aggiornamento della direttiva sui servizi di investimento).

Tutto questo porta ad affermare che le innovazioni da apportare in questo campo devono essere strettamente coordinate con i criteri elaborati in sede europea e con i migliori orientamenti internazionali, senza cadere in eccessi regolamentari che potrebbero determinare uno svantaggio competitivo per gli intermediari italiani.

Ad esempio, il disegno di legge prevede (art. 9) una responsabilità dei collocatori nel caso di titoli emessi e collocati, in Italia e all'estero, presso i soli investitori istituzionali e successivamente venduti ad investitori non istituzionali. L'estensione della responsabilità di cui all'art. 2412 (che ha già sollevato forti critiche da parte della dottrina giuridica) appare eccessivamente onerosa e rischia di aumentare sensibilmente i costi di finanziamento per le imprese, senza reali vantaggi per i piccoli investitori.

Un'alternativa preferibile sarebbe di prevedere che l'alienazione al pubblico, effettuata nei 12 mesi successivi al collocamento, possa avvenire solo previa predisposizione, a cura dell'emittente e dell'intermediario, di un nota informativa sintetica (non di un prospetto vero e proprio), che garantisca adeguata informazione alla clientela. Questo per almeno due motivi: da un lato, un prospetto è già stato redatto per gli investitori istituzionali (l'*offering circular* è ricco di informazioni e dettagli); dall'altro, un nuovo prospetto comporterebbe un costo rilevante, con un vantaggio informativo pressoché nullo. Un documento informativo sintetico è più che sufficiente per assicurare che l'investitore possa compiere una "scelta consapevole" come vuole la legge. Si ricorda poi che rimangono i doveri di comportamento degli intermediari in termini di conoscenza del cliente e adeguatezza delle operazioni.

Si può ancora osservare che l'obbligo previsto dall'art. 11 secondo cui gli intermediari devono "classificare, sulla base di criteri generali minimi definiti dall'Autorità per i mercati finanziari, il grado di rischio dei prodotti finanziari..." non trova precedenti in altri ordinamenti, risulta alquanto macchinoso ed è già stato di fatto avviato - prima che scoppiassero gli scandali - ad iniziativa dell'associazione di categoria.

#### **4. Aspetti penali e giurisdizionali**

##### **False comunicazioni sociali**

La nuova disciplina del falso in bilancio approvata nella presente legislatura ha introdotto alcuni criteri che non appaiono coerenti né con la necessità di dare un segnale di rigore rispetto agli scandali finanziari, né con la prassi internazionali. In particolare, va ricordato che la nuova disciplina non solo ha ridotto le pene edittali, ma ha anche creato un disincentivo alla quotazione, prevedendo un regime diverso di perseguibilità fra società quotate e no, e ha infine introdotto delle soglie di non punibilità che non hanno giustificazione tecnica se non come attenuante del reato.

Il CNEL condivide quindi l'impostazione che modifica l'art. 2621 codice civile ed abroga l'articolo 2622, e ritiene che una soluzione di questo tipo sia un passo indispensabile della riforma finanziaria da realizzare. E' inoltre importante che in sede di revisione della norma, vengano inclusi anche i direttori finanziari tra i soggetti attivi del reato.

### Assetto giurisdizionale

Un punto che il disegno di legge non ha affrontato riguarda l'istituzione già proposto fin dai tempi della Commissione Mirone, di sezioni specializzate di tribunali in materia commerciale e finanziaria. L'adozione delle misure suggerite produrrà effetti positivi soltanto se la loro applicazione sarà rapida, adeguata ed efficace. Infatti, un ordinamento societario conforme ai più avanzati standard internazionali ed adeguato alle dinamiche imprenditoriali risulta inefficace se non accompagnato da meccanismi di giustizia civile efficienti ed affidabili, in termini sia di competenza tecnica e preparazione specifica degli organi giudicanti, che di rapidità delle decisioni. E' auspicabile quindi che vengano istituite sezioni specializzate in materia commerciale e finanziaria presso un numero ridotto di tribunali, per tener conto della particolare specializzazione che le problematiche in discussione postulano in capo a coloro che sono chiamate a deciderle. Inoltre, la costituzione di dette sezioni solo in pochi tribunali contribuirebbe a promuoverne l'efficienza, concentrando in poche e specifiche sedi le controversie societarie.

### 5. Meccanismi di protezione dei risparmiatori. Sistemi di indennizzo automatico

In relazione alle numerose proposte, tradotte anche in articolati normativi, volte a prevedere sistemi di indennizzo automatico per i risparmiatori sono emerse forti perplessità. Le obiezioni che si possono formulare alla soluzione legislativa sono almeno le seguenti:

- a) non è opportuno che l'autorità di vigilanza eserciti di fatto attribuzioni che sono tipiche di un *ombudsman*;
- b) il concetto di responsabilità, nelle formulazioni legislative sin qui elaborate, è troppo indeterminato;
- c) il fondo previsto dai testi è un caso da manuale di *moral hazard*: i comportamenti non ortodossi degli intermediari potrebbero essere incentivati dal fatto che poi qualcuno (nella fattispecie gli intermediari corretti) pagherà.

*E* Sembra quindi opportuno chiedere l'abolizione *tout court* di una soluzione legislativa della materia e rinunciare a soluzioni che sembrano severe solo sulla carta, ma che comporterebbero problemi applicativi enormi. Non è un caso che tutti i sistemi di indennizzo finora individuati riguardano casi accertati di truffa e di insolvenza degli intermediari: tentare di estendersi ai casi di violazione di norme amministrative comporterebbe un salto che finora non si è osato in nessun altro ordinamento. L'assicurazione dei risparmiatori ha motivazioni economiche solo nel caso dei depositi bancari, come strumento per garantire la fiducia nella moneta e prevenire crisi sistemiche, ma non nel caso degli strumenti finanziari, che comportano sempre un rischio. ①

### 6. Recepimento di direttive europee

Al riguardo il CNEL osserva innanzitutto che il dilatarsi dei tempi di approvazione della legge rende ormai pressoché impossibile, come si è già osservato, recepire la direttiva in materia di *market abuse* entro il termine del 12 ottobre. Ciò comporta gravi problemi sia di immagine, sia perché l'attuale procedura europea determinerà comunque l'entrata in vigore dei principi della direttiva, con gravi conseguenze in termini di certezza normativa e conseguente inevitabile confusione per gli operatori.

Sempre in considerazione dei tempi di approvazione della legge, pare opportuno inserire nella riforma la delega per l'attuazione di altre direttive, già approvate in sede europea e non meno importanti per la tutela dei risparmiatori. Va ricordato a questo proposito che sono già state approvate tre importanti direttive sui temi che riguardano

direttamente la trasparenza e la correttezza nella prestazione dei servizi di investimento:

- Direttiva *market abuse* (2003/6/CE);
- Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (2004/39/EC, inizialmente definita ISD2, cioè nuova direttiva sui servizi di investimento);
- Direttiva "Prospetto" (2003/71/CE).

E' evidente che le norme in questione possono sostanzialmente rafforzare le difese per i risparmiatori. Ad esempio, la direttiva sul prospetto richiede agli stati membri di dotarsi sia di un efficace sistema di responsabilità civile da prospetto che di adeguate sanzioni amministrative e penali per la violazione degli obblighi di prospetto. Si tratta proprio di problemi emersi in modo clamoroso nei recenti scandali industriali e finanziari.

Il prolungarsi dei tempi della riforma rende indispensabile prevedere esplicitamente un rapido recepimento delle norme comunitarie nell'ordinamento italiano.

## 7. Sanzioni

Il disegno di legge abbandona il sistema adottato dal Testo unico della finanza in base al quale le sanzioni possono essere applicate solo agli esponenti sociali delle società responsabili di violazioni della normativa primaria e secondaria e torna opportunamente a sanzioni, più efficaci dal punto di vista della deterrenza, nei confronti delle società stesse.

Va peraltro aggiunto che anche il mercato deve essere posto in grado di esercitare le proprie sanzioni e che dal punto di vista dell'analisi economica, non vi è dubbio che la pubblicità delle sanzioni, in quanto colpisce un *asset* immateriale fondamentale degli intermediari, la reputazione, ha effetti importanti sui comportamenti, così come non vi è dubbio che i meccanismi reputazionali in Italia non abbiano finora avuto il rilievo e le conseguenze che è dato osservare in mercati finanziari più evoluti. Come ha affermato il Presidente della Consob Luigi Spaventa<sup>4</sup>, "Quando [...] sia diffuso il senso vivificante che delle leggi fa realtà, la regolamentazione può permettersi di essere meno invadente, e pertanto meno costosa per i soggetti interessati, i quali potranno trovare maggiore spazio di autonomia nel divisare i mezzi più efficienti per raggiungere gli obiettivi che ispirano la legislazione sui mercati. Quando quegli obiettivi siano condivisi, chi non rispetta le regole sopporta un maggior costo: alle sanzioni previste dalle norme, si aggiunge, più efficace, quella di perdita della reputazione, *name-shame*, inflitta dal mercato. La qualità di un mercato finanziario non dipende solo da quella delle norme che lo regolano e delle istituzioni pubbliche che lo vigilano. Dipende anche dalla qualità dei comportamenti dei soggetti che, in esso, raccolgono, gestiscono e intermediano il capitale. Proprio in ciò il mercato finanziario italiano può e deve compiere ulteriori progressi".

Il tema della pubblicità delle sanzioni merita un approfondimento, perché in mancanza di previsioni normative esplicite, i soggetti responsabili di violazioni, anche significative, possono rimanere anonimi (per esempio, in caso di oblazione). Va inoltre segnalato che anche le società di gestione del mercato sono autorità di mercato ai sensi della direttiva europea e hanno poteri di vigilanza e sanzioni. Secondo autorevoli pareri giuridici esse non avrebbero però il potere di rendere pubbliche le sanzioni adottate. Sembra quindi opportuno che la riforma faccia chiarezza su questo punto.

<sup>4</sup> Consob, Incontro annuale con il mercato finanziario, 5 aprile 2001.

## **8. Il ruolo dell'autoregolamentazione**

Come si è già osservato, una riforma che si proponga di rafforzare i meccanismi di tutela del risparmio, deve anche preoccuparsi di valorizzare il ruolo dell'autoregolamentazione. Come si afferma nel già citato documento di Assonime, "Le regole valgono, e sono credibili, in quanto accettate e fatte proprie da tutti gli operatori interessati: *quod omnes tangit ab omnibus approbari debet*. La fiducia del mercato può trarre importante sostegno da un visibile, concreto impegno degli operatori del mercato a rafforzare la trasparenza, la qualità delle informazioni e i meccanismi di prevenzione dei conflitti di interesse".

Il testo dell'art. 42 del disegno di legge, che attribuisce alla Consob il potere di stabilire le forme di pubblicità cui sono sottoposti i codici di comportamento promossi da società di gestione dei mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori, di vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti, e di irrogare le corrispondenti sanzioni in caso di violazione, non solo è una sorta di contraddizione *in terminis*, in quanto sposta sul piano della regolamentazione attribuzioni che sono proprie dell'autoregolamentazione, ma soprattutto rischia di incentivare una tendenza minimalista nei redattori futuri di codici di autoregolamentazione. Perché scrivere norme più stringenti se si rischia di aprire un contenzioso con l'autorità di vigilanza del tutto analogo a quello derivante dalle violazioni della normativa primaria e secondaria? La tentazione di non andare oltre quei livelli di norme sarebbe troppo forte.

L'autoregolamentazione non è efficace se non è sorretta da adeguata pubblicità sull'applicazione e se non scattano sanzioni, che non possono che essere attribuite in prima istanza ai soggetti promotori del codice di autodisciplina e che devono essere basati sul concetto del *name-shame* e quindi portati a conoscenza del mercato. La norma quindi dovrebbe prevedere che chi promuove codici di autoregolamentazione ha l'obbligo di assicurare adeguata pubblicità delle forme di adesione, di predisporre procedure di sanzione o comunque di segnalazione al mercato delle violazioni possibili. In seconda istanza, si potrebbe riservare alla Consob il potere di sanzionare i soggetti dei promotori dei codici stessi in caso di non osservanza di tali principi.

## **9. Autorità di vigilanza**

L'architettura delle autorità di vigilanza, che rappresenta il livello di vertice del problema e in un certo senso il punto da cui partire, è diventato nell'evolversi del dibattito, quello più controverso e quindi anche quello su cui appare oramai ineludibile un rinvio. Mentre tutti gli altri temi finora esaminati debbono essere considerati urgenti ai fini di una maggior protezione degli investitori italiani e di un allineamento rispetto alle migliori prassi internazionali, questo riguarda aspetti non collegati agli scandali finanziari e come tali non necessariamente da includere nel primo passo della riforma. Come si vedrà in questo paragrafo, in questa materia esistono peraltro criticità accumulate nel corso del tempo ed anomalie rispetto ad altri ordinamenti, che richiedono comunque un intervento, che non a caso si era già tentato di impostare nella scorsa legislatura.

Il CNEL ritiene quindi che la riforma in materia di tutela del risparmio non possa considerarsi conclusa fino a quando non saranno affrontati anche questi aspetti.

### **9. 1. Articolazione delle competenze**

L'intervento sulle autorità di vigilanza rappresenta uno dei punti più controversi del dibattito alimentato dai vari progetti di riforma. Non sarà quindi superfluo ricordare le

proposte che si sono via via succedute e le principali posizioni emerse. In sintesi, i progetti e disegni di legge da gennaio 2004 hanno proposto tre soluzioni diverse per quanto riguarda il primo aspetto fondamentale, vale a dire quello delle competenze delle varie autorità:

a) un modello del "regolatore unico", come nel Regno Unito e dunque con spostamento dei compiti di vigilanza bancaria dalla Banca d'Italia alla nuova autorità e con contemporaneo spostamento dei compiti di vigilanza antitrust dalla Banca d'Italia all'Autorità garante della concorrenza e del mercato. La nuova autorità (che in pratica avrebbe assommato i compiti di trasparenza e di stabilità) avrebbe avuto anche le competenze attualmente di Isvap e Covip.

b) un modello che manteneva sostanzialmente lo *status quo* (e quindi la conferma dei poteri di Isvap e Covip) con il solo trasferimento dei poteri in materia di concorrenza.

c) un modello che intende realizzare in modo più organico la vigilanza per finalità, mantenendo i poteri attuali della Banca d'Italia (anzi, aumentandoli per il trasferimento delle competenze in materia di Isvap e Covip), della Consob, che vedrebbe pure estendersi l'arco delle proprie competenze in materia di trasparenza all'intera gamma dei prodotti bancari e finanziari. Anche in questo caso, è confermato il trasferimento dei poteri in materia di concorrenza.

Quest'ultima soluzione è in prevalenza considerata la più organica delle tre finora formulate e la più rispondente sia alla teoria della regolamentazione, sia alla esperienza italiana, in quanto realizza in modo coerente ed organico un modello di vigilanza per finalità. Questo modello introdotto parzialmente in Italia con la legge 1/91, poi rafforzato dal Testo unico della finanza del 1998 prevede ancora troppe eccezioni per consentire una tutela efficace dei risparmiatori, ~~e soprattutto crea vantaggi regolamentari ingiustificati (tipicamente quelle per le assicurazioni, non a caso fra i più fieri oppositori di questa parte della riforma).~~ Taluni obiettano che il modello per finalità non appartiene né alla tradizione di altri paesi europei, né è quello verso il quale singoli paesi (con l'eccezione dell'Olanda) ovvero le istituzioni comunitarie (che proprio di recente hanno prescelto una ripartizione di competenze per soggetti) si stanno orientando, ma queste critiche non tengono in debita considerazione due elementi. In primo luogo, che il modello prevalente in Europa prevede un ridimensionamento dei poteri di vigilanza della banca centrale, cioè una soluzione da molti considerata criticabile sul piano teorico per la difficoltà di coordinamento tra la funzione di vigilanza prudenziale e la funzione di mutante di ultima istanza, sicuramente di competenza della banca centrale. Al riguardo, la BCE nel suo già citato parere ha espresso un pieno apprezzamento della soluzione ipotizzata dalla riforma italiana. In secondo luogo, tutte le riforme finanziarie hanno una lenta evoluzione nel tempo, il che significa anche che devono essere rispettose delle tradizioni acquisite; in questo senso, la vigilanza per finalità rappresenta sicuramente un elemento di continuità nella regolamentazione italiana degli ultimi quindici anni.

Ancora, va messo in evidenza che questo modello, lasciando alla banca centrale la piena competenza sulla vigilanza in materia bancaria evita i pericoli di soluzioni alternative che possono compromettere alcune funzioni essenziali della banca centrale (come la funzione di mutante di ultima istanza) o addirittura mettere in pericolo l'autonomia operativa (negli organi di vigilanza bancaria dell'Europa continentale, è prevista la partecipazione di esponenti ministeriali).

Anche in questo caso, il parere della BCE già citato suona favorevole. Afferma infatti l'Istituto di Francoforte che "la BCE accoglie inoltre con favore il fatto che l'assetto istituzionale proposto sia volto a riconoscere il ruolo fondamentale della banca centrale nel promuovere la sicurezza e la solidità delle istituzioni finanziarie e la stabilità dell'intero sistema finanziario. Essa prende atto del fatto che in seguito a un dibattito approfondito è emerso un largo consenso affinché l'attribuzione alla Banca d'Italia delle funzioni di vigilanza prudenziale venisse confermata e la portata di tale vigilanza fosse estesa a tutti gli intermediari finanziari. La BCE mette in luce diversi vantaggi derivanti da tale scelta. In primo luogo, l'approccio scelto riconosce che la natura e la portata del rischio sistemico sono sempre più ampie visti gli stretti legami tra gli enti creditizi, le imprese di assicurazione, le imprese di investimento e i fondi pensione. I confini tradizionali tra i segmenti bancario, assicurativo e mobiliare, tipici del sistema finanziario, appaiono sempre meno definiti, come dimostrano l'emergere di prodotti finanziari ibridi, il crescente uso di strumenti di trasferimento del rischio e di accordi di distribuzione tra i tre settori e la presenza sempre maggiore dei conglomerati finanziari. Tali sviluppi suggeriscono che l'integrazione di strumenti di vigilanza micro e macro prudenziale può garantire un monitoraggio più efficace del rischio sistemico, contribuendo così alla stabilità finanziaria. In secondo luogo, l'approccio scelto prende atto della crescente importanza dei gruppi che offrono diversi tipi di servizi finanziari. Ciò comporta la necessità di un coordinamento tra le politiche di vigilanza e di regolamentazione in tutti i settori dell'attività finanziaria, al fine di affrontare le questioni prudenziali riguardanti tali gruppi e, in generale, assicurare parità di condizioni concorrenziali tra intermediari. La scelta di attribuire ad un'unica autorità le funzioni di vigilanza prudenziale sull'intera gamma di intermediari finanziari è da considerarsi idonea a far fronte alle sfide poste dai conglomerati finanziari. In terzo luogo, l'attribuzione di ampie funzioni di vigilanza a livello micro e macro prudenziale alla banca centrale è scelta appropriata alla luce dei cambiamenti conseguenti all'introduzione dell'euro e della sinergia che deriva dall'esercizio congiunto delle attività di banca centrale e delle funzioni di vigilanza, in particolare ai fini della valutazione del rischio per il sistema finanziario nel suo insieme. Allo stesso tempo, si deve tenere presente che la stabilità finanziaria e la protezione degli investitori costituiscono obiettivi complementari che le autorità competenti sono tenute a perseguire in modo coerente".

Sul punto il gruppo di lavoro ha peraltro espresso una posizione alternativa. Si teme infatti che l'estensione a tutte le tipologie di intermediari di un impianto dei controlli articolato per finalità, ponga problemi di onerosa gestione e di funzionalità della sorveglianza. Mantenere l'attuale pluralità di organi di vigilanza, specializzati anche per tipologia di intermediari, consentirebbe per contro soprattutto di frammentare il rischio e di evitare ingenti costi di aggiustamento in un contesto nel quale gli interventi di riforma programmati sono già numerosi.

In ogni caso, il controllo sui fondi pensione andrebbe lasciato a un'unica autorità specializzata, sottraendolo alla bipartizione di competenze per finalità. Infatti, i fondi pensione presentano numerose peculiarità che rischierebbero di non essere adeguatamente considerate in assenza dell'unitarietà e della specificità di approccio che viene attualmente garantita dalla Covip e che è peraltro correttamente rafforzata dalla legge delega in materia previdenziale ormai definitivamente approvata. E' opportuno ricordare che questa è la scelta operata di recente nel Regno Unito - paese che viene spesso preso a riferimento quale paradigma della tendenza al consolidamento delle funzioni di vigilanza in un'unica autorità - allorché la supervisione sui fondi pensione è stata invece lasciata alla competenza di un'autorità specializzata, l'*Occupational Pensions Regulatory Authority*, nonostante le competenze

relative a tutti gli altri intermediari finanziari siano state concentrate nella menzionata *Financial Services Authority*.

Si tenga presente, infatti, che la finalità dei fondi pensione è previdenziale, non meramente finanziaria, il che determina una indubbia connessione con la previdenza di base e con i relativi obiettivi di carattere sociale e rende quindi inevitabile per l'autorità competente il mantenimento di un legame, pur non esclusivo, con il Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, difficilmente compatibile con autorità di impronta prettamente finanziaria. Inoltre, i fondi pensione sono strettamente legati al sistema delle relazioni industriali e pertanto le parti chiamate alla loro istituzione e gestione – in primo luogo i sindacati e le associazioni datoriali – sono del tutto diverse dai partecipanti al capitale delle istituzioni finanziarie, in particolare riguardo alle finalità perseguite (si pensi alla natura non-profit dei fondi pensione negoziali – che oltretutto implica la necessità di valutare con attenzione l'applicabilità a questi ultimi di qualsiasi regolamentazione basata su requisiti patrimoniali).

Infine, si consideri che in un sistema di fondi pensione – quale quello italiano – basato sulla contribuzione definita e la capitalizzazione individuale, qualsiasi ripartizione di competenze di vigilanza tra diverse autorità che fosse basata sul binomio stabilità-trasparenza risulterebbe in buona sostanza arbitraria, tenuto conto che il rischio "di stabilità" grava comunque sugli iscritti ai fondi e che quindi la linea di demarcazione rispetto ai profili di trasparenza e di correttezza appare davvero esile. Tale ripartizione di competenze sarebbe pertanto fonte di ambiguità nell'allocazione delle responsabilità e di inevitabili duplicazioni, con un conseguente, ingiustificato aumento dei costi della vigilanza: costi che oltretutto – vista la menzionata natura associativa e non-profit dei fondi negoziali – graverebbero in buona parte direttamente sugli stessi iscritti ai fondi.

Parte dei consiglieri ritiene che le medesime considerazioni svolte per l'attività dei fondi pensione (non finanziaria ma a carattere previdenziale) possano essere svolte anche per i prodotti assicurativi, ciò che avvalorava la necessità di mantenere un'autorità di vigilanza *ad hoc*. Il tema è noto e ampiamente riconosciuto in dottrina e nella prassi operativa: l'investimento assicurativo è tradizionalmente di lungo periodo, rivolto a soddisfare esigenze direttamente riconducibili al risparmio, principalmente gestito attraverso la collocazione degli asset in settori a basso rischio, soggetto a stringenti controlli in termini di rispondenza delle riserve tecniche predisposte rispetto agli impegni assunti, ecc. Tutto ciò per lo meno per i prodotti assicurativi che presentino una prevalente componente demografica e abbiano un profilo temporale sufficientemente adeguato.

## **9. 2. L'indipendenza delle autorità**

E' un tema fondamentale, di assoluto rilievo costituzionale. Per quanto riguarda la Banca d'Italia, il rispetto del principio di indipendenza rappresenta un punto fermo della storia dell'istituzione fin dalla sua fondazione, prima ancora di essere ribadito nel Trattato di Maastricht. In proposito si possono formulare le seguenti considerazioni.

Occorre garantire l'effettiva autonomia dall'esecutivo, non solo per una questione di principio, ma anche per problemi legati alla cooperazione internazionale, che sono l'essenza dell'attività di vigilanza in un sistema di mercati integrati. Sulla base dei trattati esistenti ogni autorità internazionale, e non solo quelle dei paradisi fiscali, può negare la cooperazione (cioè dati, notizie, risposte a rogatorie etc) ad un'autorità che può trasmettere informazioni specifiche a soggetti diversi dall'autorità giudiziaria del proprio paese. Nei vari progetti di riforma, sono state formulate al riguardo diverse soluzioni sul ruolo del CICR che avrebbero comportato problemi di questo tipo. Il CNEL

ritiene che la previsione dell'ultimo disegno di legge sia condivisibile, indipendentemente dal ruolo generale del CICR, su cui torneremo fra poco.

Tema ancora più importante da questo punto di vista è l'indipendenza della Banca d'Italia e in particolare del Governatore. Al riguardo si è molto discusso se sia opportuno prevedere un termine per la carica di vertice della banca centrale e, in caso affermativo, con quali modalità.

Al riguardo è importante ricordare quanto osserva la Banca centrale europea nel più volte citato parere:

"La BCE prende nota del fatto che l'articolo 24 del disegno di legge stabilisce che la carica di Governatore, non rinnovabile, sia della durata di otto anni e che essa possa essere revocata solo nei casi previsti dall'articolo 14.2 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito "statuto SEBC"). Tale articolo è conforme a quanto previsto dal trattato. La BCE rileva che il disegno di legge non si esprime relativamente alla posizione futura del Governatore in carica della Banca d'Italia. A tal riguardo la BCE osserva che al fine di proteggere l'indipendenza personale dei Governatori delle banche centrali nazionali, qualunque riorganizzazione di una banca centrale che abbia effetto sul mandato del suo Governatore dovrebbe prevedere che il Governatore in carica possa continuare a espletare i propri compiti fino alla fine del proprio mandato. La BCE è consapevole del fatto che il caso del Governatore della Banca d'Italia sia eccezionale in quanto il suo mandato ha una durata indeterminata e non è prevista un'età obbligatoria per il suo pensionamento. Il disegno di legge dovrebbe quindi prevedere per tale caso un regime transitorio compatibile con l'articolo 14.2 dello Statuto SEBC. L'attuale formulazione dell'articolo 74, paragrafo 5, fa riferimento ad una revoca *ex lege* del mandato del Governatore in carica, non conforme al dettato della disposizione dello Statuto di cui sopra. Per quanto riguarda la procedura di nomina, un'ulteriore garanzia di indipendenza sarebbe rappresentata dal potere di nomina, e non dal semplice potere di proporre una candidatura, del Consiglio superiore della banca. La nomina dovrebbe poi essere approvata a livello politico. L'indipendenza operativa degli organi di vigilanza nei confronti delle autorità politiche costituisce un principio essenziale per la vigilanza sui mercati finanziari riconosciuto a livello internazionale. A tale riguardo la BCE rileva che una versione precedente del disegno di legge aveva previsto vasti poteri di controllo sulle attività di vigilanza in capo al Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), che avrebbero potuto far sorgere dubbi sull'adeguatezza della tutela dell'indipendenza operativa delle autorità di vigilanza. La BCE si compiace del fatto che l'ultima versione del disegno di legge, oggetto del presente parere, non preveda più tale ruolo del CICR, facendo ritorno all'assetto vigente".

DA

La conclusione che si può trarre da questo giudizio è una soluzione che preveda un mandato a termine del Governatore, eventualmente allineato a quello del Presidente della BCE, che rispetti gli stringenti requisiti di indipendenza previsti dal Trattato, e che sia conforme alla prassi europea la previsione di un mandato a termine del Governatore (la formula adottata dall'attuale disegno di legge è la stessa della BCE). Non sarebbe invece coerente una norma transitoria che fissasse un termine entro il quale si deve procedere alla nomina del Governatore. E' parere unanime del CNEL che la norma transitoria debba prevedere esplicitamente che il nuovo meccanismo di nomina e di durata non abbia valore retroattivo.

Sempre con riferimento ai temi dell'autonomia, alcuni consiglieri hanno sollevato perplessità sull'art. 75 dell'ultimo disegno di legge, che prevedeva l'adeguamento

dello statuto della Banca d'Italia (affidato alla assemblea straordinaria dei partecipanti) entro sei mesi dall'approvazione della legge. Si ritiene che le dettagliate disposizioni contenute nel comma 2 ravvisano l'intento politico di intervenire direttamente nella revisione dello Statuto. A questo scopo, si ritiene di porre un limite, proponendo di cassare l'intero comma. Inoltre, andrebbe aggiunto nello stesso articolo un esplicito riferimento al diritto di recesso dei soci della Banca d'Italia, minato dall'attuale formulazione del comma 1 (adeguamento dello Statuto alle previsioni contenute nella legge). Si pone il problema della mancanza di indicazioni sulle sanzioni in cui incapperebbe l'assemblea qualora decidesse di non adeguare lo Statuto. Infine, in omaggio al principio di certezza del diritto e ai fini dell'adeguamento dello Statuto, ritiene preferibile evitare procedure che comportino tempi lunghi o vaghi nella definizione dei tempi come quelle previste dall'articolo indicato. Si ritiene infine che un esplicito riferimento alla Costituzione europea comporti il venir meno dell'art. 75; infatti nella logica del parere emesso dalla BCE, che si ispira alla Costituzione, non esiste per i Governi nazionali la possibilità di interferire nell'attività e nella regolamentazione delle autorità nazionali. Il parere della BCE è fondato sulla esclusività di competenza delle autorità nazionali in tema di concorrenza (per l'autorità preposta alla garanzia della concorrenza) e in tema di vigilanza (per la banca centrale).

Infine, per quanto riguarda la questione del CICR, il CNEL sottolinea che si tratta di un'anomalia italiana introdotta nel 1936 e confermata nell'attuale assetto nel 1947 e che sarebbe opportuno orientarsi verso un suo superamento, che consenta un raccordo più efficiente fra autorità politica e autorità di vigilanza, nel rispetto dell'autonomia di quest'ultima.

L'indipendenza in fatto di risorse e mezzi finanziari è non meno importante di quella istituzionale e riguarda in particolare la Consob e le altre autorità di vigilanza. Questo tema è fondamentale per l'efficacia futura dei controlli. Non basta aumentare l'organico, ma occorre anche "privatizzare" i rapporti contrattuali in modo da garantire al controllore la stessa flessibilità nell'uso delle risorse umane che hanno i soggetti controllati. Un conto è infatti garantire pubblicità e trasparenza ai meccanismi di selezione, un conto è il concorso pubblico.

### **9. 3. Le procedure di nomina**

I disegni di legge che si sono succeduti nel tempo hanno riguardato l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari (Consob o Amef). Anche in questo caso, il rispetto dell'indipendenza è il requisito fondamentale. Il meccanismo della maggioranza qualificata parlamentare su proposta del Governo sembra adeguato allo scopo, così come appare opportuno un termine lungo e non rinnovabile (come per l'Antitrust). Si può aggiungere che in caso di nomina contemporanea di più membri (come previsto dal disegno di legge) le scadenze devono essere scaglionate, come è stato fatto per l'esecutivo BCE. Ciò per motivi di funzionalità (non è bene che organi di vertice scadano tutti insieme: ci deve essere continuità) e di opportunità (si riduce la probabilità di lottizzazioni, quando i rinnovi riguardano un posto solo).

Nel caso si optasse per il mantenimento di Covip ed Isvap, sarebbe opportuno che gli stessi criteri fossero applicati a queste autorità.

### **9. 4. Raccordo fra autorità indipendenti**

Il disegno di legge sembra realizzare una soluzione equilibrata da questo punto di vista. Anche in questo caso, il parere della BCE è favorevole e merita di essere riportato per esteso.

"In conformità dell'articolo 18, le autorità di vigilanza e l'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato, nel rispetto della reciproca indipendenza, sono tenute ad esercitare le proprie funzioni in forma coordinata, per il tramite di un comitato di coordinamento, in modo tale da evitare il più possibile una sovrapposizione e duplicazione delle loro responsabilità nei confronti dell'industria finanziaria. La BCE riconosce appieno la necessità di un coordinamento e si compiace del fatto che tale disposizione sia coerente con il principio di indipendenza operativa nell'esercizio delle funzioni di vigilanza".

Si può infine osservare a questo proposito che l'esistenza di un organo di raccordo e di coordinamento fra le varie autorità potrebbe portare alla semplificazione di molte procedure amministrative (autorizzazioni ed emanazione di regolamenti) e in particolare di quelle che richiedono che il provvedimento sia emanato da un'autorità "sentita" un'altra. L'attuale procedura comporta di fatto un doppio parere e una doppia istruttoria che allunga di molto i tempi, a tutto svantaggio dell'efficienza e della riduzione dei costi di regolamentazione.

#### **9. 5. Trasparenza e responsabilità (*accountability*)**

Tommaso Padoa Schioppa<sup>5</sup> ricorda che essere *accountable* significa "non solo essere ritenuto responsabile delle proprie azioni, ma anche essere tenuto a giustificare e spiegare azioni e decisioni. L'*accountability* è un elemento essenziale e costituente di un ordine politico democratico. In tale ordine, le istituzioni che hanno il potere di influire sulla vita e il benessere della comunità devono essere soggette allo scrutinio dei cittadini e dei loro rappresentanti eletti".

È evidente che attualmente le autorità di vigilanza italiana presentano forme di *accountability* diverse e non sempre adeguate, spesso basate più su esposizioni unilaterali, quasi *ex cathedra*, che su un confronto dialettico con rappresentanti eletti. Non accade così in altri paesi. Per quanto riguarda la banca centrale, ad esempio, la Banca centrale europea è soggetta a forme di scrutinio molto più penetranti e aperte. Il suo rapporto annuale è infatti rivolto non ai partecipanti al capitale, ma al Parlamento, al Consiglio e alla Commissione europea. Il parlamento può richiedere un dibattito generale sul rapporto annuale. Non solo: come si legge sul Bollettino della BCE l'Eurosistema ha deciso di andare al di là di questi impegni, prevedendo regolari conferenze stampa al termine di ogni riunione mensile del Consiglio direttivo.

Non meno stringenti sono le forme di *accountability* della Fed (la banca centrale americana) fissate da una legge il cui titolo è significativo *Government in the Sunshine Act* (che giunge a prevedere la pubblicità di alcune sessioni del *Board*) e dal *Federal Reserve Act*, che impone una serie di appuntamenti del presidente del *Board* con varie commissioni parlamentari e un dibattito semestrale sull'azione della Fed.

Anche su questo punto, la BCE ha espresso parere positivo sulle soluzioni adottate dal disegno di legge.

"Infine, la BCE osserva che alcune disposizioni del disegno di legge fanno specifico riferimento alla trasparenza e alla responsabilità della Banca d'Italia e dell'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari con riguardo alle rispettive attività di vigilanza. In particolare, conformemente all'articolo 17, le autorità presentano una relazione annuale sui risultati dell'attività svolta nel corso dell'anno precedente ai Presidenti delle Camere e alla Commissione per la tutela del risparmio e i mercati

<sup>5</sup> T. Padoa-Schioppa, *An Institutional Glossary of the Eurosystem*, marzo 2000 (scaricabile dal sito [www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

finanziari appena istituita, insieme a eventuali pareri e segnalazioni su interventi regolamentari. Tali relazioni, pareri e segnalazioni sono trasmessi anche al Governo che a sua volta può prendere ogni iniziativa che rientri nella sua competenza. La BCE ritiene che tali disposizioni siano coerenti con gli obblighi di trasparenza e di responsabilità (*accountability*), che costituiscono il naturale complemento dell'indipendenza operativa delle autorità di vigilanza".

Piuttosto, il CNEL avanza riserve sulla creazione di una nuova commissione bicamerale *ad hoc*. In primo luogo, la piena competenza delle Commissioni monocamerali renderebbe il ricorso ad una bicamerale sostanzialmente inutile; inoltre, la discussione di un punto all'ordine del giorno da parte di una bicamerale presieduta da un presidente eletto a maggioranza semplice, costituirebbe un meccanismo per aggirare di fatto i vincoli della legge e sottrarre la questione posta all'ordine del giorno alle autorità di vigilanza. Più in generale, la istituzione di una commissione parlamentare *ad hoc* potrebbe compromettere l'autonomia delle autorità di controllo; i riferimenti essenziali delle autorità di controllo devono essere il Parlamento e le Commissioni permanenti, che già hanno piena competenza.

### **10. L'educazione dei risparmiatori**

Il problema di aumentare la capacità dei risparmiatori di comprendere gli strumenti finanziari loro offerti e i rischi relativi, è fondamentale per l'efficienza dei meccanismi di tutela ed è affidato alle autorità di controllo, alle iniziative dei singoli e delle loro associazioni, agli intermediari.

Nel Regno Unito, la legge istitutiva della *Financial Services Authority* ha posto l'educazione degli investitori come obiettivo primario. In Italia, la Consob ha iniziato a diffondere documentazione esplicativa sui prodotti e sugli intermediari; ci sono state iniziative delle associazioni di categoria; anche singoli intermediari hanno avviato progetti specifici. Iniziative sistematiche, promosse e coordinate dalle autorità pubbliche e dalle società di gestione dei mercati, appaiono opportune anche nel nostro paese. La diffusione di una cultura finanziaria di base rappresenta, infatti, uno strumento abilitante alla piena partecipazione alla comunità economica e sociale, oltre che una necessità per un più ordinato e consapevole impiego dei risparmi individuali. Tutti gli attori del mercato possono contribuire a migliorare la cultura finanziaria e la consapevolezza dei rischi trasferiti ai risparmiatori. Questi devono essere consapevoli della conseguenza delle proprie decisioni di investimento, e anche del loro potere di mercato, meno limitato di quanto usualmente si ritiene. La concorrenza, seppur imperfetta, tra i diversi prodotti finanziari e gli intermediari può essere sfruttata per migliorare il rendimento dei propri investimenti, comparando gli strumenti offerti e i servizi e i costi degli intermediari.

Nell'azione di educazione dei risparmiatori il CNEL può svolgere un ruolo importante ed autonomo.

Il CNEL infatti, in quanto rappresentativo di tutte le forze sociali e di risorse specialistiche, può essere un luogo in cui riunire intorno allo stesso tavolo i risparmiatori, i rappresentanti dei piccoli azionisti, gli operatori, i controllori, i rappresentanti delle forze sindacali e delle categorie associative per audizioni, approfondimenti tematici, confronti. Da tali soggetti sarebbe possibile ottenere una gamma di significative informazioni per contribuire a fornire agli operatori e agli investitori strumenti nuovi di analisi volti a meglio gestire il problema.

Superata positivamente questa prima fase e verificata l'efficacia del contributo del CNEL, si potrebbe sotto il profilo dell'efficienza operativa costituire un organismo permanente (osservatorio o comitato) del tipo di quelli già esistenti nel CNEL su altri temi.