

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

Commissioni riunite Finanza e Tesoro. Indagine conoscitiva. Rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio.

Note per l'audizione 9 febbraio 2004

Gustavo Visentini

Febbraio 2004

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

1.- *Per l'adeguamento delle istituzioni italiane al mercato europeo.*- Nel delineare gli interventi sin da oggi possibili e opportuni per contenere le crisi di legalità, assunto per riferimento il modello di un'economia privata diretta dal mercato regolamentato. Questo orientamento sembra ormai da tempo acquisito nelle dichiarazioni politiche e sociali. Comunque ci è imposto nell'integrazione dei mercati, dove l'intervento tutorio trova i limiti territoriali alla sovranità dello Stato: è anacronistico conservare l'atteggiamento tutorio nella concorrenza internazionale; così come è velleitario rinchiudersi su sé stessi.

La *filosofia* alla base del mercato è che non vi è autorità in grado di contenere e di gestire i rischi, in quanto non è data sapienza tecnica per conoscerli: la novità è intrinseca all'esperienza che si dispiega nel tempo sempre diversa; l'alea è insita nella mobilità della domanda e dell'offerta. Perciò le scelte dell'imprenditore sono politiche, ed è meglio farne oggetto di responsabilità privata, distribuita tra gli attori del mercato, anziché concentrare la decisione in apparati pubblici di comando, di direzione, di intervento. Nel mercato i rischi sono a carico di soggetti privati, cioè di organizzazioni regolate dal diritto privato; sono diffusi: distribuiti tra le imprese, gli investitori, i risparmiatori. Allo Stato spetta la gestione degli aggregati (es. moneta); oppure dei servizi assunti come pubblici per scelta politica (sanità).

Il mercato è *regolamentato*. La regolamentazione è di diritto privato. Il diritto privato lascia la decisione a chi sopporta i rischi; ha nella legge la sua fonte; ha nella giurisdizione dell'ordine civile la sua sanzione. La legge dà: con la certezza, la prevedibilità; con l'eguaglianza, la concorrenza; con il giudice civile, la neutralità nella composizione delle liti e la disponibilità delle azioni; con il fallimento regola sì la responsabilità del debitore nel concorso dei creditori, ma anche dà certezza al commerciante efficiente sulla soppressione del concorrente; dà mobilità all'impiego delle risorse. Tuttavia a creare il mercato non basta il diritto *privato comune*, della proprietà dei contratti della concorrenza del processo. Le condizioni che fanno il mercato non sono spontanee; richiedono di essere imposte dal diritto. Innanzitutto la concorrenza; poi la libertà nelle negoziazioni, per proteggere il pubblico (consumatore, risparmiatore) nell'esatto adempimento e dalle frodi. Quindi va contenuta l'avventatezza dell'imprenditore nell'assunzione degli impegni, con il regolarne la prudenza nell'impiego del patrimonio per far fronte agli adempimenti. La regolamentazione privata del commercio è ben sofisticata

nelle società, nei contratti, nelle responsabilità, nelle azioni di adempimento e di danno. La regolamentazione richiede qualità della legge, per dare certezza ed uguaglianza di diritti ed obblighi; e richiede efficiente giurisdizione, per la tutela dei diritti e per dirimere i conflitti. Lì dove la legge non è sufficiente a precisare la regola ai casi del commercio, sono disposte Vigilanze amministrative, al servizio degli interessi privati: *concorrenza, trasparenza*. Esse precisano la fattispecie astrattamente posta dalla legge, secondo le esperienze che si vanno formando. Spesso basta la legge a dare la regola prudenziale, come quando la legge fissa, ad es., il capitale sociale, i limiti alla emissione di obbligazioni ecc. Dove non basta la legge sono necessarie Vigilanze amministrative prudenziali che dispongono, sulla base della legge, cautele per la solvibilità delle imprese (ad es. riserve), come accade nella finanza. Abbiamo le diverse Autorità del mercato: Garante della concorrenza; Autorità della trasparenza e dei mercati mobiliari; Vigilanza prudenziale sulle banche e sulle imprese finanziarie. Con la medesima logica altre autorità sono preposte a settori particolari (es. assicurazioni). Come le regole anche le Vigilanze sono al servizio di diritti privati, sicché anch'esse postulano la qualità della legge e l'efficienza della giurisdizione civile. L'agevolezza nell'azionabilità delle regole e l'efficienza della giurisdizione civile consentono di relegare l'*intervento penale* al perseguimento dei gravi comportamenti di frode. Peraltro non è sufficiente il diritto penale comune; nel commercio la frode va perseguita in sé stessa, indipendentemente dall'avverarsi del danno, per il pericolo stesso di danni diffusi generato dal comportamento: questa è la ragione politica del diritto penale delle società commerciali.

Merita richiamare questi semplici principi perché l'Italia ha avuto per tradizione un'economia diretta dallo Stato, attraverso il sistema finanziario e la politica nei riguardi delle maggiori imprese, pubbliche e private. Da questo sistema tarda ad uscire per le vischiosità e l'incapacità di sviluppare adeguate discipline di mercato, con gravi danni all'efficienza e alla legalità.

È segno indubbio dell'indirizzo tutorio l'estensione del diritto amministrativo ai fenomeni d'impresa; ed è segno della natura tutoria delle Vigilanze la competenza della giurisdizione amministrativa. Questa giurisdizione, per la struttura del processo e del ragionamento, giudica la decisione amministrativa unilaterale quando è già esecutiva, valutandone la legittimità limitatamente ai profili di eccesso di potere, sì da lasciare all'opportunità *le ragioni di Stato* dell'intervento tutorio. Sono significativi segni del sistema tutorio: la svalutazione della concorrenza rispetto alla stabilità

dell'operatore inefficiente; la gestione amministrativa delle crisi di insolvenza e di legalità; il ricorso a leggi speciali per la gestione delle crisi, come anche di recente è accaduto. A questo riguardo permane la convinzione che la stabilità dell'azienda sia di per sé un valore; si è portati a sopravvalutare nell'esercizio dell'impresa la separazione tra la sua efficienza industriale e la sua crisi finanziaria, mentre nella generalità dei casi la crisi finanziaria altro non è che l'espressione (direi contabile) della crisi industriale dell'impresa, che in quella combinazione di fattori produttivi si è dimostrata inefficiente.

Le Vigilanze tutorie e la gestione amministrativa delle crisi finiscono con essere una protezione dell'imprenditore, che si ripara dalle responsabilità diffuse nei riguardi del mercato; finiscono con l'essere una protezione dei responsabili nelle concessioni azzardate di credito; rendono difficile la riallocazione delle risorse. Di riflesso l'intervento tutorio attenua, sino ad eliminare, i vincoli del mercato, e tra questi gli strumenti privati di tutela del mercato, cioè l'azionabilità delle posizioni private nelle giurisdizioni ordinarie, atrofizzati dalla presenza tutoria. La regolamentazione tutoria è molto meno sofisticata della regolamentazione privata del mercato; è di necessità grossolana in quanto non può seguire analiticamente la composizione delle decisioni, che è lasciata al tutore, in definitiva libero (risponde della decisione alla sua coscienza). Sì che nel tempo, con il mutare delle persone, l'organizzazione tutoria degenera in burocrazia. La regolamentazione tutoria è necessaria in situazioni congiunturali, come l'Europa del dopoguerra. In Italia ha svolto bene il suo compito nella ricostruzione e nell'avviare lo sviluppo del Paese. Oggi è anacronistica; ed è dannosa. Peraltro è facile cogliere quanto ancora di indirizzo tutorio vi è nella gestione della nostra economia.

Non solo. Di fronte alle crisi di legalità riemerge la tentazione tutoria. Nella bozza dell'articolato di provenienza del Ministero dell'economia si intendeva investire la nuova *Autorità per la tutela del risparmio* della missione di garantire "la stabilità e la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati", estendendo alle imprese industriali e commerciali la vigilanza tutoria che sino ad oggi copre il sistema finanziario.

Il mercato è sì una proposta oggi alla moda; tuttavia in un ambiente ancora culturalmente inesperto del vero significato della parola. È necessario averne chiari i principi se si vogliono coerenti le azioni con quanto si predica. Fare il mercato è un'operazione complessa e di decisa responsabilità politica; gestire il cambiamento non è possibile senza precisione di obiettivi. Il contingente sollecita l'intervento tutorio, come la via nell'immediato più

semplice; ma i suoi costi sono elevati; le rigidità che comporta credo possano essere confrontate con le rigidità che si lamentano nella gestione del lavoro (al riguardo ricordo un articolo su *Business Week* su Germania e Italia).

Per altro verso merita sottolineare che il mercato deve essere *regolamentato*. Infatti un orientamento radicale, posto il diritto di proprietà e la libertà dei contratti, vuole affidare al mercato, senza ulteriori regole, il compito di espungere gli inefficienti e gli imbroglianti. Sono orientamenti che, ripetuti orecchiati nelle vulgate grossolane, hanno anche influenzato il legislatore italiano. Ne vedo esempi nella recente riforma delle società, nelle proposte di riforma del fallimento, nella riforma del processo commerciale. Ma restano episodi, che non esprimono una vera strategia di governo.

Piuttosto si è assistito ad un depotenziamento del giudice ordinario; alla riduzione dell'azionabilità e delle difese private; alla riduzione dei suoi compiti di conoscere il merito delle questioni, racchiudendolo in una funzione notarile. Ma nel contempo si è assistito ad un accrescimento delle discipline (forse per gli interessi economici che ne restano favoriti, si pensi agli oneri di quotazione di borsa, e allo sviluppo, non sempre professionalmente qualificato, delle consulenze alle operazioni). Il comportamento seguito è decisamente contraddittorio. Il depotenziamento delle azioni giudiziarie, o comunque il loro mancato sviluppo parallelo alle discipline, lascia queste senza sanzione, affidandone l'efficacia alla buona volontà delle parti, all'etica, come spesso si dice. L'indirizzo di libertà radicale (es. Posner: economia del diritto) vuole ridurre i costi delle regolamentazioni eliminandole; sicché sono proprio le regolamentazioni che vanno abolite, non la loro azionabilità giudiziaria: è la regola che va abolita, non il giudice che deve applicare la regola. La presenza di regole fornite di scarsa azionabilità, cioè della loro sanzione, accresce i costi per chi comunque intende adempiere al dettato legislativo, sì da distorcere la concorrenza a favore di chi invece si pone nella illegalità, assumendola come sopportabile rischio di mercato.

Anche se oggi si dice essere difficile, è bene che il legislatore s'imponga vincoli di sistema di coerenza e di trasparenza. Deve addossarsi scelte di principio: economia mista *diretta dallo Stato*; economia *diretta dal mercato*, ed in questo caso mercato *regolamentato* o mercato *radicalmente libero*. L'etica del diritto è innanzitutto nella responsabilità del legislatore che, nel fare le leggi, fa il diritto. L'etica dell'interprete, dell'uomo d'affari, dell'imprenditore, si esaurisce nell'applicare onestamente la legge, cogliendone il senso, più che le parole. Ed

è dunque proprio il senso della disposizione e del sistema che il legislatore ci deve dare; e deve innanzitutto darselo.

2.- *La vigilanza tutoria che non riusciamo a superare.*- La vigilanza tutoria è adatta all'esercizio di un'attività di servizio pubblico, come nella sostanza era l'esercizio del credito nell'impostazione della normativa in vigore prima dei testi unici delle banche e della finanza, sulla base della legislazione bancaria del '36-39.

Nella considerazione che la finanza è attività per natura instabile, la concezione di allora la vedeva come attività strettamente dipendente dalla funzione di assicurare il circuito del credito dalle famiglie alle imprese, in definitiva un servizio pubblico. Esclusa la libertà d'impresa per il credito e la finanza in generale, il sistema finanziario veniva così costretto nell'intermediazione bancaria, articolata nel credito a breve e nel credito industriale a medio e lungo termine; era vietata la banca mista e la banca universale. La banca era considerata un intermediario nella raccolta e nella erogazione del credito a breve; per questo anche era per lo più un ente di diritto pubblico; il credito a medio era assicurato da organismi appositi, rigidamente controllati, sostanzialmente pubblici (anche Mediobanca), cui si accompagnava il sistema delle agevolazioni finanziarie (es. fondi ricerca IMI). I circuiti finanziari si esaurivano per lo più nell'intermediazione bancaria. La raccolta diretta, di borsa, in quel contesto strumento di finanziamento accessorio, era per chi accettava il rischio della speculazione, non era destinata al risparmio popolare. Il sistema fiscale accompagnava questa impostazione, nel favorire la intermediazione bancaria e nello sfavorire la raccolta diretta del risparmio popolare. La disciplina delle società azionarie era attagliata a questo sistema di intermediazione: era disciplina che veste l'impresa (la indichiamo come concezione *renana* della spa), piuttosto che disciplina per la raccolta diretta, come in particolare negli USA (la riforma oggi stranamente accentua questo carattere della spa). In questo contesto si spiegava la vigilanza tutoria delle banche, organismi di gestione di servizio pubblico. D'altro canto la vigilanza non inquinava il sistema industriale e commerciale, che rimaneva privato, libero nella gestione secondo leggi di mercato. La vigilanza *tutoria* delle banche non debordava dall'impresa bancaria per il divieto di partecipazione delle banche alle imprese industriali e, reciprocamente, per il divieto di queste di partecipare alle banche; era netta la separazione di banca e industria: la prima servizio pubblico, la seconda libero mercato.

La soluzione dei recenti testi unici (banche e finanza) è ibrida e pericolosa, come gli accadimenti hanno dimostrato.

La banca rimane soggetta alla vigilanza tutoria; questa, nonostante all'epoca si sia predicato l'opposto, è rafforzata. La rilevazione delle crisi, e quindi la loro gestione, resta di pertinenza della Vigilanza, secondo l'impostazione dei servizi pubblici. Il sistema viene concentrato in pochi gruppi, con concentrazione della vigilanza, ma anche dei rischi; questi ultimi sono aggravati per l'introduzione della banca universale, che riunisce anche il mercato mobiliare, cui è dato sviluppo, ma come attività al servizio dell'intermediazione bancaria, anziché concorrente con la raccolta bancaria. Sicché le imprese industriali non trovano due comparti, del tutto separati e in concorrenza, il mercato della raccolta diretta e il mercato dell'intermediazione bancaria. Se si aggiungono: i meccanismi delle nomine degli esponenti, sostanzialmente di sapore pubblico; gli assetti proprietari, inquinati dalla reintroduzione delle disposizioni che hanno consentito le partecipazioni incrociate (legge c.d. Draghi), e rigidamente regolati per vie amministrative; la presenza delle fondazioni, ci si rende conto del perché lo stimolo della concorrenza all'innovazione e alla mobilità in buona sostanza non sia operativo, concorrenza avvilita dall'essere regolata dall'Autorità tutoria del sistema. Per di più il sistema, nel suo vertice d'indirizzo, è anche sottratto alla responsabilità politica, per avere la legge riconosciuto anche alla Vigilanza lo statuto proprio della banca centrale. Appaiono le anomalie. Il sistema è autoreferenziale; sembra un corpo unico (apparenza accresciuta nell'opinione comune dal modo uniforme di presentarsi del sistema: ma sappiamo che l'apparenza nasconde aziende profondamente diverse).

A sua volta la presenza della banca universale attraverso l'autorizzazione all'assunzione di partecipazioni stabili in imprese industriali e commerciali, unitamente al dominio della borsa, alla detenzione degli strumenti del risparmio gestito: fondi, gestioni ecc., determina l'estensione della vigilanza tutoria al sistema economico in generale; e così alle maggiori imprese. L'anomalia del sistema finanziario si riflette sul complessivo sistema economico, che in buona sostanza, nei fatti, resta quello rispondente al modello dell'economia mista, peraltro con direzione politica sottratta al Governo.

I risultati di questa politica sono oggi evidenti. Si è perso tempo prezioso per accompagnare la conversione al mercato del sistema; non si è raggiunta l'efficienza del sistema bancario e finanziario, che ancora chiede la

protezione dalla concorrenza estera: eppure disponiamo di aziende in grado di sviluppare una politica internazionale, purché si sappia accettare il fallimento delle inefficienti, il cui salvataggio costa assai alla parte sana. Non si è sviluppato il mercato mobiliare e di borsa, con gravi rischi in questo momento di crisi e ristrettezza dell'intermediazione bancaria. La grande industria ne resta inquinata. I capitali, ed il risparmio, sono indirizzati verso rendite. In altre epoche si sarebbe parlato di capitalismo parassitario.

Le recenti crisi di legalità si sono sviluppate per non avere affrontato il mutamento. Da un lato un eccesso di amministrazione tutoria della banca e della finanza, sino a deresponsabilizzare gli attori secondo le condizioni del mercato; per di più senza sufficiente disciplina amministrativa di controllo, come effetto della globalizzazione. Dall'altro lato il mancato sviluppo delle tutele private dei diritti, le uniche efficienti in un mercato divenuto globale, atrofizzate per la lunga esperienza tutoria dell'economia italiana. Si è creato un vero vuoto nella regolamentazione.

3.- *La revisione deve essere affrontata dall'Autorità politica secondo un ripensamento al momento non maturo; sono necessari interventi specifici.* Non credo che sia il momento per sconvolgere il sistema. È un sistema radicato, il cui mutamento richiede riflessione sulla strategia, maturazione e decisione politica, orientamenti sulla gestione del periodo transitorio, coinvolgimento delle forze sociali interessate: condizioni che non vedo. Sono invece opportuni, direi necessari, interventi specifici, correttivi: nella strategia del mercato. Provvedimenti specifici, anche se incisivi, meglio consentono di chiarirne il senso politico, e l'adattamento degli interventi alle condizioni congiunturali, nel momento in cui manca una strategia, almeno esplicita.

4.- *Il d.d.l. governativo per la tutela del risparmio.*- La scelta del Governo con il recente disegno di legge (pubblicato il 4 febbraio scorso nel Sole24ore) è per interventi particolari, nonostante che la presentazione come provvedimento di ripensamento del sistema possa dare l'impressione, per molti importanti profili ripresi nelle teste di capitolo, che si sia fatta una complessa riforma. Invece per lo più sono ripresi i testi precedenti.

a) *L'indipendenza dell'Autorità.*- La principale novità, di sostanziale rilevanza politica, è l'indipendenza della Consob, ora Autorità per la tutela del

risparmio (*Atri*). La garanzia dell'indipendenza sta: nelle procedure di nomina dei componenti; nella durata della loro missione (sette anni non rinnovabili); nei divieti successivi; nei rapporti con il Cidr e con il Parlamento. L'indipendenza è ora garantita in un modo che dovrebbe consentire di superare le precedenti disfunzioni e di meglio imputare le responsabilità, distinguendole da quelle del Governo.

b) Importante anche l'estensione della competenza sulla concorrenza delle banche al Garante. A parte alcune incongruenze, che probabilmente derivano dalla scarsa cura nella redazione del testo, la soluzione è ben congegnata. Le operazioni di concentrazione e di fusione di banche sollevano sia problemi di limitazione della concorrenza sia problemi di stabilità del sistema, sì da consigliare la previsione dell'autorizzazione delle due Autorità per le rispettive competenze. L'operazione, la cui iniziativa dipende da libere scelte di mercato, può essere impedita sia perché limita la concorrenza, sia perché compromette la stabilità. La presenza dell'Autorità della concorrenza, la precisazione sulla natura di autorizzazione ad un'iniziativa che è delle imprese, l'obbligo di motivazione, dovrebbero concorrere a contenere la competenza della stabilità alla missione prudenziale, evitando che il provvedimento si riveli uno strumento di direzione. In quanto tale, se si dovesse reputare utile la funzione, per il suo contenuto politico dovrebbe fare capo al Governo; e dovrebbe essere disciplinata nelle procedure dal Parlamento.

c) *Poteri dell'Autorità del mercato.*- I poteri dell'Autorità sono praticamente gli stessi di cui dispone oggi la Consob. Non è corretta la frase che di abitudine in queste evenienze si sente "i poteri sono scarsi e quindi ora dobbiamo intervenire radicalmente con legge"; è difatti raro e meno comodo dire "vi sono seri problemi di organizzazione e di gestione amministrativa, cui innanzitutto porre riparo, e soltanto dopo è conveniente riflettere sulle modificazioni legislative", come meglio dovremo riconoscere, per cercare di capire le ragioni dello scarso impiego del potere, affinché l'intervento sia congruo alle esigenze.

d) Le altre sono innovazioni per lo più: *apparenti* (appunto, poteri dell'Autorità); di portata *ridotta* rispetto a quanto si può fare per rafforzare il sistema delle tutele, senza sconvolgerlo (conflitti d'interesse e azioni di

responsabilità per danni); non *valutabili* per l'incertezza della delega (società di revisione); *distorsive* (reato di nocimento del risparmio); *insufficienti* (come dirò).

5.- *Enunciazione di interventi consigliabili*.- Scorrere il testo dell'articolato può accompagnare l'enunciazione dei problemi, e così delineare gli interventi possibili. (Non sono stato in grado, per ragioni di tempo, di studiare le importanti iniziative parlamentari, che ci proponiamo di analizzare rapidamente alla Luiss-Ceradi).

- L'Autorità per la tutela del risparmio assume, rafforzate, le competenze della Consob, e inoltre le competenze della Vigilanza bancaria sulla trasparenza delle banche e delle imprese finanziarie. Questo è coerente con l'articolazione delle missioni in *concorrenza, trasparenza, stabilità*, e corregge una deviazione ingiustificata dei tt.uu.(banche e imprese finanziarie), che fa della finanza un sistema chiuso alla corporazione.

- Nello stabilire la *missione dell'Autorità*, come anticipato sopra, non è ripresa la disposizione del testo informale diffuso dalla stampa, che vi comprendeva "la stabilità e la sana e prudente gestione". Ma rimane ambigua la formula precedente ripresa dall'art. 2, che correggerei con "la tutela del risparmio e degli investitori *attraverso la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati per la fiducia del mercato*".

La missione della trasparenza è non soltanto fondamentale per il corretto svolgersi delle negoziazioni; ma è anche missione delicata per le conseguenze che ne possono derivare all'operatore, e per gli interessi coinvolti. È missione che può compromettere operazioni per altro verso ritenute opportune, come privatizzazioni a determinati prezzi (cfr. il racconto di Siglienti sulla Banca Commerciale); che può scatenare o anticipare la crisi dell'operatore; che può impedire operazioni di ristrutturazione che per altri profili si reputano opportune, coinvolgendo interessi che legittimamente (in senso sociale) faranno pressione. Ma la missione di trasparenza ha un senso se il legislatore la congegna come indipendente da ogni altra considerazione sociale, anche a costo di danni nel contingente, da rimediare per altra via. È missione che deve esercitarsi secondo gli automatismi del mercato, sì da dare certezza, affinché l'affidamento sia serio. Ed è proprio nelle evenienze più gravi, per le maggiori imprese, nei casi delicati di presenza del Governo nelle

stesse imprese, che si reputa assolutamente necessaria; soltanto così si possono collocare correttamente le responsabilità. La missione della trasparenza deve essere esercitata anche contro il Governo. È bene che sia esercitata in via esclusiva. Il mercato è tutelato perciò stesso che dispone di informazioni attendibili nei tempi dovuti, assumendo i rischi che sappiamo non altrimenti gestibili. La scelta per la prevalenza dell'interesse alla trasparenza è del Parlamento, nel momento in cui crea la missione. Questa missione è utile soltanto se così funziona, altrimenti è soltanto una costosa regolamentazione aggiuntiva, da eliminare.

- Il rafforzamento dell'Autorità del mercato è innanzitutto nelle *procedure di nomina* dei commissari. Con il disegno di legge si precisano e si integrano i poteri strumentali alla missione. Ma già la Consob disponeva di importanti poteri verso gli emittenti, la società di revisione e gli altri ausiliari, la borsa. Sicché è diffusa l'impressione di serie carenze organizzative; l'esperienza mi dice che i poteri sono stati male gestiti; gli accadimenti sembrano confermarlo. Non vorrei che la riscrittura dei testi faccia dimenticare le disfunzioni passate. Sono convinto che le disfunzioni sono conseguenza di insufficiente organizzazione, e di procedure di controllo non adeguate ai compiti, piuttosto che di carenza di poteri. Se così è, non basta la legge a porvi riparo, ma alla legge vanno accompagnati interventi sull'organizzazione, sicuramente più importanti della legge. L'argomento richiederebbe apposita analisi, che potrebbe essere affidata alla stessa Autorità, per essere in grado poi di intervenire con cognizione di causa, e con maturazione del problema grazie alla diffusione delle conclusioni. Sarebbe utile passare in rassegna i prospetti, le relazioni delle società di revisione e degli altri ausiliari ecc. dell'ultimo quinquennio, per rendersi conto dell'esperienza operativa, e trarne insegnamenti. Può sorprendere, ma mancano studi di questo tenore.

- La missione di garantire sufficiente *concorrenza* al sistema deve riunire sulla stessa autorità anche le banche e la finanza. La soluzione dell'attuale legge antitrust è una grave distorsione, che vede tra l'altro la stessa Vigilanza bancaria in posizione di conflitto nel valutare la stabilità e la concorrenza; situazione aggravata dal comportarsi la Vigilanza come autorità tutoria di indirizzo.

- L'art. 41 (*conflitti d'interesse degli oicr*) lett. a) penso dovrebbe essere sostituito nell'ultima parte con le parole "ovvero emessi o collocati da società che abbiano ricevuto rilevanti concessioni di credito dalle società al cui gruppo partecipa la società di gestione del fondo o la sicav"; la dizione del testo "ovvero emessi o collocati da società appartenenti a gruppo dalle cui società la sicav o la società di gestione abbia ricevuto rilevanti concessioni di credito" rileva una vicenda che raramente credo si verifichi; il caso più serio è quello ripreso nel testo che ho riformulato. Mi scuso se non ho ben letto il testo della disposizione.

- L'omessa *denuncia del conflitto d'interessi* da parte degli amministratori di società quotate è nuovamente punita penalmente, come nel codice del '42, sanzione soppressa recentemente in attuazione della riforma delle società. Per le società che si appellano al pubblico la soluzione è necessaria; a mio avviso dovrebbe essere la stessa per le società azionarie in generale, essendo la vocazione loro la presenza comunque di soci non interessati alla gestione (c.d. soci di capitale). Forse sarebbe sufficiente ripristinare le più miti sanzioni della precedente disposizione; la nuova sanzione mi sembra eccessiva.

- In tema di società azionarie merita precisare che il *conflitto esiste nelle fusioni* con partecipazioni reciproche, anche con riguardo agli interessi diretti del socio: il problema si appunta sulla determinazione del rapporto di cambio, ed è grave problema. Con riguardo agli interessi delle società del gruppo, quando alle società partecipano soci diversi da quello di controllo, il problema è delicato e merita di essere affrontato. Non basta, e può essere fuorviante, riferirsi ai c.d. *vantaggi compensativi*. Va comunque precisato che la prova dei vantaggi compensativi deve essere a carico della controllante del gruppo; va precisato che resta applicabile la disciplina generale, e quindi che il dovere di informare, di dare ragione dei vantaggi compensativi, va soddisfatto in via preliminare; ed i vantaggi compensativi devono essere attuali e valutabili in denaro, secondo i criteri delle valutazioni di bilancio.

- Ma *la disciplina di diritto comune che regola le situazioni di conflitto di interessi* è sufficiente nei suoi principi, che vanno riaffermati per il sistema finanziario e le società. Piuttosto deve essere agevolata l'azionabilità per i danni che eventualmente dovessero conseguire dall'aver operato in situazione di

conflitto. Il punto è precisare che la situazione di conflitto presume la provenienza del danno; nei confronti del pubblico dei risparmiatori la preventiva dichiarazione di conflitto non elimina la presunzione per la difficoltà che ha il pubblico di rendersi conto del significato del conflitto nelle specifiche operazioni. Spetterà quindi sempre all'intermediario provare la diligenza dell'investimento nonostante il conflitto (cioè di avere adottato tutte le cautele, perizie, indagini di mercato, informazioni ecc. necessarie secondo diligenza); prova indubbiamente difficile; ma è pur sempre meno difficile della prova che dovrebbe fornire il risparmiatore della negligenza della controparte. Nello stabilire le prove per presunzioni va tenuto conto della differente posizione delle parti nel disporre dei mezzi di prova.

- Vanno *agevolate le azioni private*, in particolare per danni, ma anche per annullamento di delibere delle assemblee e del consiglio, eventualmente con semplificazioni in ordine all'onere delle prove. Il sistema esprime principi che peraltro la presenza di Vigilanze tutorie hanno atrofizzato. Si tratta dunque di indirizzare la giurisprudenza, rivalutando le azioni civili, che sono coerenti con lo sviluppo del mercato, azioni sostitutive della tutela amministrativa e valide a contenere le azioni penali, che spesso oggi finiscono per essere l'unico rimedio, ma non sempre efficace, e comunque profondamente distorsivo del mercato. Oggi vi è tale diffidenza per l'azione civile che perfino il socio di società familiare preferisce talvolta la denuncia penale all'esercizio in processo civile del suo diritto di socio. In un sistema orientato al mercato il giudizio civile prende il posto dell'azione amministrativa tutoria e del giudizio amministrativo; e deve prendere il posto dell'intervento penale, che va ricondotto ai casi estremi di frode. L'azione civile impegna l'operatore a darsi regole per precostituire le prove a difesa; è azione diffusa sul mercato, sì da consentire un controllo diffuso; è fisiologica, sì da prevenire i casi di gravi irregolarità. Perché tanto timore alla diffusione delle difese civili, che danno corretta sanzione alle regole? Indubbiamente va rafforzata l'organizzazione giudiziaria. Le recenti riforme in Francia, e in USA hanno particolarmente insistito sulla difesa del mercato attraverso l'esperimento di azioni civili.

Nello stesso ordine di idee, condivido le proposte avanzate in articoli di stampa di riconosce alla Consob l'azionabilità per danni nei riguardi dei responsabili, per conto del mercato. Può essere un modo per introdurre con cautela le azioni di classe; un modo anche per coprire le spese del processo, che spesso ostacolano le azioni civili; un modo per rafforzare la fiducia del

pubblico verso l'Autorità, che nella sostanza è il loro mandatario, che cura il loro interesse, verso gli emittenti e gli intermediari.

- Si propone di rafforzare il sistema delle sanzioni, ed è certamente necessario. Ma il punto più importante, spesso ricordato nella stampa quotidiana, anche da persone che autorevolmente hanno vissuto, da diverse posizioni, le esperienze della Consob e della tutela dei mercati, è la pubblicità dell'istruttoria e della sanzione. Certamente la fase della prima cognizione da parte dell'Autorità che sanziona deve rimanere segreta. Ma già è dubbio che tale debba rimanere dopo che formalmente è contestato il comportamento ed inizia il contraddittorio, come nel ben più delicato processo penale. In ogni caso deve essere pubblica la decisione della sanzione, indipendentemente dall'oblazione. Come sappiamo l'effetto sanzionatorio è meno sulle cifre corrisposte, quanto sulla diffusione della notizia del comportamento illegittimo che ha giustificato la sanzione.

Si dispone poi che l'Autorità applichi direttamente la sanzione, senza il controllo di altra autorità, nel caso il Tesoro. Serio sarebbe contestare presso l'autorità giudiziaria l'illecito, lasciando al giudice l'applicazione. Peraltro, se si elimina il controllo dell'altra autorità amministrativa, è necessario regolare all'interno dell'Autorità il procedimento in modo da distinguere chiaramente i ruoli della direzione che istruisce le sanzioni, per garantire agli interessati quella posizione di terzo che è assolutamente necessaria in materia così delicata; garanzia che non è sufficientemente data dalla possibilità di ricorso sulla sanzione applicata (e come ho detto), e sempre pubblicata.

- Mancano disposizioni relative alla *borsa*, e forse non sono necessarie, in quanto è ormai materia che si può regolare nell'ambito della legislazione in vigore. Ciò non toglie che si siano lamentate disfunzioni, ad es., secondo interventi di stampa, in tema di applicazione del codice di condotta al caso Parmalat. Inoltre le responsabilità degli sponsor che accompagnano alle quotazioni non è delineata in modo chiaro: rispondono direttamente al mercato o rispondono alla società di borsa, nel quale caso è questa che risponde al mercato per il loro operato. Non è chiara la posizione attuale della borsa, sia in ordine all'assetto proprietario sia in ordine alle strategie assunte in questi anni, e al modo di esercizio della sua attività e dei suoi poteri. Credo che sia una conseguenza della scarsa percezione dei problemi l'aver concentrato eccessiva attenzione all'eventuale quotazione della società. Forse altri sono i nostri problemi. Anche in questo caso le decisioni devono seguire un'accurata

rilevazione dei problemi e delle strategie; forse può essere affidato alla Consob il compito di ricostruire la passata esperienza; di dare conto delle anomalie che si dice presenti l'attuale assetto di governo della società di borsa, conseguente all'assetto proprietario. Può essere necessario uno studio che aiuti a trarre insegnamenti da esperienze che comunque per l'Italia sono state nuove, conseguenti alla privatizzazione dei mercati e ai nuovi assetti nell'integrazione europea.

- La Consob, e così le autorità indipendenti con funzione di esaltare i meccanismi di mercato, cioè con funzioni, sostanzialmente di diritto privato, di agevolare le azioni private degli interessati, non decidono secondo "ragion di Stato". Sono state per questo chiamate autorità *giustiziali*. Di conseguenza il contenzioso in ordine agli atti e comportamenti tenuti dovrebbe essere ricondotto al giudice naturale dei diritti soggettivi, l'ordine giudiziario ordinario. Perciò dovrebbe essere rivista la recente disposizione che rende competente della materia il *giudice amministrativo*.

Dobbiamo anche fare attenzione nell'impiego della parola *indipendenti*. L'aggettivo si attaglia al Garante della concorrenza e alla Consob; non credo che Isvap ecc. siano autorità da regolare come indipendenti; esse sono piuttosto amministrazioni che assumono la veste di agenzie, ma pur sempre parte dell'azione amministrativa di Governo.

- La delega dell'art. 43 sulle *società di revisione* è inutile per tutte quelle parti che già con soddisfazione dettava il decreto n° 136 del 1975, prima delle modificazioni riduttive dei vincoli del t.u. finanziario; la delega è inutile, ma anche pericolosa, nell'eventualità che si introducano disposizioni ancora meno severe, secondo un andamento davvero anomalo della recente legislazione delegata. La delega è insoddisfacente, in quanto dice i punti d'intervento, ma non come intervenire. Tranne per un aspetto, anche qui in favore della riduzione dei vincoli, cioè lì dove consente alla società di revisione lo svolgimento di altre attività, sia pure con limitazioni e attraverso la rete di società al lato. Ritengo invece necessario l'oggetto esclusivo, perfezionando il divieto per sopprimere gli abusi e le elusioni, oggi verificate. È bene ridare alla Vigilanza i poteri di valutare l'idoneità della società al compito affidato dall'assemblea; limitare il rinnovo degli incarichi e stabilire un lungo periodo durante il quale non può riassumere l'incarico; mantenere le incompatibilità del

decreto 136, compreso il potere della Vigilanza di accertare altre cause non elencate di incompatibilità (in fondo nella versione originaria la Consob concorreva alle nomine). In buona sostanza la legge di origine era severa, più severa di altre legislazioni estere, ma non è stata resa operante nell'interesse del risparmio. V'è da chiedersi per quali ragioni la Consob non ha esercitato i suoi poteri nell'interesse del risparmio, eventualmente forzando l'interpretazione onde evitare elusioni, sottoponendo al giudice le eventuali interpretazioni restrittive: è attendibile che la giurisprudenza avrebbe accolto interpretazioni restrittive sull'oggetto esclusivo, volte ad eliminare la elusione; comunque andava tentata l'interpretazione. Come mai la Consob in passato aveva accettato la certificazione con riserva, che soltanto con fatica è stata eliminata? Peraltro in luogo della certificazione troviamo il *giudizio*, nel quale possono essere espressi rilievi, formula più debole della *certificazione*. Come mai la Commissione non ha contestato la riduzione dei suoi poteri sulle società di revisione disposti dal t.u., probabilmente con eccesso di delega? Per quale ragione non ha disposto norme di comportamento che facilitano le azioni di danno da parte del mercato? Sono vicende che andrebbero approfondite per cogliere le lacune organizzative cui porre riparo.

In ogni modo andrebbe rafforzata l'azione di danno civile da parte del mercato, secondo un'impostazione che ritrovo nel disegno di legge (n°2202) presentato al Senato dal sen. Pedrizzi, Presidente della commissione Finanze e Tesoro: "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, in particolare fornendo la documentazione del procedimento seguito e la ragione dei criteri adottati nello svolgimento dell'incarico stesso". Questo testo merita di essere ripreso per il suo decisivo orientamento di tutela coerente con i principi del mercato regolato.

- Disporre che l'Autorità della Vigilanza bancaria ha *poteri esclusivamente prudenziali*, compresa la competenza sugli assetti proprietari; da esercitare mediante atti formali, motivati analiticamente, soggetti alla valutazione di legittimità in seguito a ricorso presso un'apposita commissione (ricorso amministrativo presso un organo particolarmente qualificato; a questo fine non è adatto il Cicer): la possibilità stessa del ricorso rende più attenta l'azione amministrativa; queste forme di ricorso non richiedono particolare sviluppo del contraddittorio, avvalendosi le parti di quanto già detto nella fase

amministrativa, sì che la procedura può essere rapida; importante è l'imparzialità di chi decide.

- La *crisi delle aziende bancarie* deve essere rilevata dal giudice, che decide con sentenza lo stato di insolvenza, che deve diventare presupposto necessario di qualsiasi intervento che la Vigilanza ritenga opportuno per gestire la crisi: sia degli interventi informali sia soprattutto della decisione di disporre la liquidazione coatta. Analogamente l'amministrazione straordinaria dovrebbe essere disposta dal giudice, su istanza della Vigilanza. Il sistema nei suoi fondamenti deve essere retto dal diritto privato –giurisdizione ordinaria- non dal diritto amministrativo –giurisdizione amministrativa sull'atto dell'Autorità. Soltanto in questo modo l'Autorità istante trova nel processo civile il contraddittorio formale con l'impresa, che (e gli stessi creditori; i soci ecc.) può difendere la sua posizione secondo principi di diritto privato: ci troviamo in materia di diritti soggettivi, il diritto d'impresa: nella concezione tutoria la banca, come la giurisprudenza aveva rilevato, era un pubblico servizio.

- L'autorità bancaria in funzione di vigilanza dovrebbe essere collegiale: ad es. 3 membri, presieduta dal Governatore.

- L'art. 45 delinea una nuova figura di reato "*nocumeto al risparmio*". La configurazione è incerta, quanto la ragione giustificatrice della pena, particolarmente grave. Non è chiaro l'oggetto dell'intenzione dell'agente (dolo), che sembrerebbe essere nei fatti che costituiscono illecito amministrativo; l'illecito amministrativo integra il reato se il danno risponde alle condizioni indicate.

Piuttosto che introdurre incerte figure di reato, è opportuno ripensare il regime penale del commercio e della finanza. La sanzione penale deve essere il ricorso estremo, che colpisce comportamenti di frode tali che rendono difficile lo stesso ricorso alle azioni civili. Nella materia del commercio tutto è riconducibile ad interessi patrimoniali e a questi si esaurisce per questi aspetti la tutela; la parte danneggiata ricerca la reintegrazione patrimoniale; l'azione civile funge anche da deterrente come sanzione. Il penale deve colpire quei comportamenti estremi di frode. Peraltro l'indirizzo seguito nella recente riforma di fare del danno la condizione del reato rende inutile la protezione penale, già sostanzialmente coperta dalla truffa. In materia di commercio si

richiedono figure criminali che colpiscono di per sé i comportamenti fraudolenti, per le conseguenze che ne derivano sul risparmio, indipendentemente dal danno patrimoniale ad uno specifico soggetto. Il falso di bilancio come le false comunicazioni, se fraudolente, vanno colpite di per sé, per i danni potenziali che possono derivarne. Tutta la disciplina recente va rivista.

- Ho già accennato alla *riforma delle società* come insoddisfacente. Il legislatore delegato, con il proposito di deregolamentare probabilmente ha inteso reagire alla soffocante regolamentazione tutoria, così diffusa; ma invece ha finito per ispirarsi al radicalismo liberale, deviante dall'orientamento di un mercato regolato, che ritengo necessario: e le regole sono innanzitutto la legge, che dà certezza; a questo proposito la legge sulle società per azioni è fondamentale: la legge costituzionale dell'impresa privata. Penso che si sia frainteso nel proposito di deregolamentare, assumendo la abolizione di regole per la conversione dall'amministrazione tutoria al mercato, mentre questo ha ancor più bisogno delle regole fornite dal diritto privato. Già questo rende di tutta evidenza obsoleta la riforma.

La spa, indipendentemente dall'aver azioni diffuse sul mercato, è congegnata per raccogliere capitali da soggetti che intendono finanziare per avere il rendimento dell'investimento, ma che non intendono gestire. A questi fini deve rispondere il diritto nel congegnare lo strumento, indipendentemente dall'uso che nella pratica se ne possa fare (società cassetto, società consorzio, società di gruppo ecc.), essendo libera l'autonomia privata di servirsi dei schemi tipici per fini diversi dalla loro causa: il compito dell'ordinamento è di dare lo strumento tipico a chi non intende o non può trattare le condizioni del contratto. È il caso della anonima. Il socio di capitali vuole controlli e azioni per inadempimento, per cattiva gestione imputabile a negligenza. Ed in fondo questo è anche l'interesse dell'ordinamento, cioè che chi gestisce sia controllato.

Le critiche, per quanto interessa in questa sede, possono riassumersi nei punti seguenti.

* Sono soppressi o ridotti gli standard prudenziali che la tradizione ha tramandato, e che meritano invece di essere ripensati per aggiornarli. Mi riferisco ai limiti di emissione di titoli di debito e all'autorizzazione all'emissione di azioni senza voto alle società non quotate; e poi agli strumenti

finanziari (di debito o di rischio) emessi a fronte di patrimoni separati. In altre parole la possibilità di finanziamento e di indebitamento della società verso i terzi è di molto aumentata, indipendentemente dalla sua capacità valutata dalla legge secondo criteri di prudenza.

* Sono consentite forme atipiche di finanziamento, soprattutto attraverso l'espedito dei patrimoni separati, con collocamento di titoli. Sembra ci si sia ispirati alla vicenda Enron. Già le vicende del passato, quelle relative agli anni dei c.d. titoli atipici, associazioni in partecipazione, fondi comuni anomali, dovrebbero avere insegnato la pericolosità di queste libertà; i casi recenti dovrebbero consigliare di rinviare al più presto questa parte della riforma, prima che le costrizioni del debito non spingano operatori a sfruttare della formula.

* È ridotta l'azionabilità per l'impugnativa delle deliberazioni; sono ridotte le difese dai conflitti d'interesse degli esponenti, specie nell'ambito delle situazioni di gruppo. Nel contempo è rafforzata la posizione dei soci di controllo, attraverso i patti di sindacato (anche in questa parte la lettura del testo non consente di ben capire il senso della riforma); è ridotta l'efficacia dei controlli.

* La gestione è concentrata sugli amministratori esecutivi, con riduzione dei controlli, specie nelle due nuove forme di gestione, la dualistica e la monistica. La dualistica è meno garantita nei controlli del sistema tedesco, che già è criticato per le insufficienze che si lamentano, e per essere veicolo della cogestione, ormai sentita come inopportuna. Il problema della società azionaria è salvaguardare l'unità di gestione (e delle relative responsabilità) nel mentre si articolano i controlli in modo da renderli efficienti, cioè reali e non semplicemente formali, come spesso si lamenta. Si tratta allora di correggere, integrare la disciplina del codice, che nella sua semplicità di forme consente ogni articolazione organizzativa: è una decisione politica rendere efficienti i controlli; le formule tecniche sono conosciute.

* E' praticamente vanificata la disciplina penale.

* Reintrodurrei i severi limiti alle partecipazioni incrociate.

- Il legislatore attento non può trascurare di curare *l'organizzazione giudiziaria civile*, per l'importanza che riveste l'Autorità giudiziaria e il processo civile nella tutela del risparmio secondo la regolamentazione di mercato. Come detto nel mercato il diritto privato sostituisce il diritto amministrativo; quindi il

giudizio civile sostituisce il giudizio amministrativo. Nella letteratura USA si legge spesso del giudice come componente del governmento delle società, accanto alla Sec. La condizione dell'operatività delle regole è appunto l'azione giudiziaria. La qualità del processo richiede al giudice che conosca e disponga del diritto e dei fatti della controversia, partecipando al contraddittorio con quella immediatezza, rapidità e personale cognizione, che soltanto una adeguata organizzazione può dare. Invece è proprio l'organizzazione che è insufficiente. Il modo per superare il problema non mi sembra essere quello di ridurre la posizione del giudice a garante delle regole e dei termini di un processo contraddittorio che sostanzialmente si svolge tra le parti nelle fasi preliminari, limitando all'udienza di decisione la partecipazione affievolita della Corte, come mi sembra faccia la recente riforma del processo commerciale.