

BILANCIO, INFORMAZIONE E TUTELA DEI TERZI

Mario Sarcinelli¹

(traccia dell'intervento)

- La Commissione Mirone, nelle proposte di riforma delle società di capitali, ha previsto l'ipotesi delle **falsità in bilancio, nelle relazioni e in altre comunicazioni sociali**. Per combatterle, essa si rifà all'impostazione giuridica vigente e riafferma in modo netto la propria fiducia nell'**efficace tutela penalistica dell'obbligo di un'informazione societaria veritiera e completa**.
- Allo scopo di evitare eccessive e imprevedibili dilatazioni e di ridurre oscillanti interpretazioni del concetto di falsità nell'insieme delle comunicazioni sociali, la Commissione ha ritenuto **necessario riformulare il fatto tipico** alla luce dei seguenti principi:
 - **1° Falsa o incompleta informazione a categorie aperte di soggetti destinatari**, di soggetti cioè non preventivamente specificati che orientano le proprie scelte economiche sulla base delle informazioni offerte;
 - **2° Direzionalità offensiva, anche se a soggetti indeterminati**;
 - **3° Rilevanza delle informazioni, intese come fatti materiali ancorché oggetto di valutazioni**, con esclusione cioè di previsioni, pronostici, ecc.;
 - **4° Intenzionalità della condotta volta a conseguire un ingiusto profitto**;
 - **5° Idoneità della condotta ad ingannare e quindi a rendere concreto il pericolo di sviamento** nel processo di decisione economica.
- Quali dei citati criteri sono rilevanti per l'economista? Certamente i **principi sub 1°, sub 3° e sub 5°**; gli altri due possono essere trascurati, almeno in prima approssimazione. Le tre caratteristiche sembrano sufficienti a connotare **un comportamento fraudolento** del quale l'indagine economica – che non voglia rifugiarsi nelle certezze del modello neoclassico – non può disinteressarsi poiché quella condotta mina un bene pubblico fondamentale, l'integrità del mercato.
- Le domande da porsi sono quindi le seguenti: i comportamenti fraudolenti sono frequenti nella vita economica? Come è possibile combatterli? Soltanto con la repressione da parte dello stato?

¹ Ringrazio il dott. Stefano Costa per la collaborazione a una precedente stesura di questa traccia.

Nel campo delle comunicazioni societarie la **tutela penalistica è una soluzione obbligata**, per mancanza di alternative **o è una scelta politica?**

- **Cosa è la frode per un economista:** secondo la teoria principale-agente, ovvero uno degli approcci che più si sono dedicati a tali tematiche, si può sostenere che un agente (o mandatario) commette frode quando egli manipola l'informazione a sua disposizione al fine di persuadere un altro individuo, il principale (o mandante), a privilegiare una condotta che costui non avrebbe scelto se fosse stato correttamente informato. A rigore questo è l'effetto ultimo della relazione di agenzia; il "modello" canonico di una tale propaggine della teoria neoclassica prevede che l'agente – che opera per conto del principale – sfrutti la propria posizione di vantaggio informativo inviando al principale un'informazione distorta sul proprio comportamento e condizionandone le decisioni, ad esempio circa il mantenimento del rapporto con l'agente. La precedente definizione sembra coincidere o, almeno, essere in linea con le idee della Commissione Mirone quali si evincono dai citati principi; l'unica differenza è l'inquadramento da parte dell'economista nell'ambito delle relazioni di agenzia.
- **La frode**, infatti, **è un caso speciale della relazione di agenzia** che a sua volta si fonda sull'**asimmetria dell'informazione**; poiché la disparità nelle conoscenze tra due parti che entrano in una relazione economica è la situazione prevalente e poiché i rapporti di agenzia sono anch'essi molto frequenti, la **frode** nel senso economico sopra citato diventa fenomeno persistente e diffuso **ogni qualvolta il costo della verifica è enormemente elevato** per la parte che è svantaggiata sotto il profilo informativo. Altri moderni approcci economici, come la teoria dei costi di transazione o la teoria dei giochi, permettono di estendere l'analisi delle situazioni di asimmetria informativa a circostanze in cui i soggetti non sono necessariamente legati da un rapporto di dipendenza professionale. Si pensi al consumatore di un qualsiasi prodotto che dovrebbe essere in grado di documentarsi e chiedere prova delle sue numerosissime caratteristiche e che il più delle volte deve contentarsi delle indicazioni scritte sull'involucro dal produttore e/o delle assicurazioni del dettagliante. È evidente allora che per il consumatore la transazione diventa particolarmente costosa. A volte, tuttavia, esistono anche meccanismi "di mercato" che inducono gli operatori economici a non attuare comportamenti opportunistici, non solo nelle relazioni consumatore-dettagliante.. Ad esempio, spesso la necessità di costruire o mantenere una **reputazione è un deterrente sufficiente** (incentivo) **contro la frode**. Per una società commerciale ciò vale anche nella redazione del bilancio e nell'effettuare le altre comunicazioni sociali, ma non basta.

- La **rilevanza per la società tutta intera dei bilanci aziendali** è ben nota agli studiosi di scienze sociali. «Business accounts constitute the single most important source of information about the economic activity of a nation» (Morgenstern, *On the accuracy of economic observations*, 1963, p. 70). Anche per tale ragione molti altri teorici, oltre all'eminente economista austriaco, hanno basato le proprie analisi sulle informazioni offerte dalla contabilità aziendale, ma questa non è liberamente accessibile, né è facile da capire. Inoltre, possono essere insufficienti gli incentivi (reputazione, vantaggi sul mercato dei prodotti o su quelli finanziari, ecc.) perché l'azienda ne pubblicizzi correttamente i principali risultati.
- In generale, dal punto di vista economico si può ricondurre il tema del falso in bilancio al problema della **ricerca degli incentivi più adatti a fronteggiare una situazione di asimmetria informativa**. Detto altrimenti, in tutte le questioni di *corporate governance* i problemi nascono dal fatto che i responsabili della redazione del bilancio, pur rappresentando la parte più informata sull'effettivo andamento della società, non sono necessariamente i soggetti più interessati alle conseguenze di un saldo positivo o negativo, oppure a un bilancio non veritiero. Per accrescere la consonanza tra l'amministratore (agente) e l'azionista (principale) oggi si fa spesso ricorso alle *stock options*. Occorre allora colmare l'asimmetria informativa attraverso un opportuno **bilanciamento di obblighi d'informazione, incentivi e controllo** da parte di autorità non solo di regolamentazione come la Consob ma anche giudiziarie.
- Ad esempio, «il **ruolo del revisore** dei conti nel controllare la contabilità può essere interpretato come una tecnica per risolvere o limitare l'asimmetria informativa tra l'agente (cioè l'amministratore) che predispone i conti e il principale (cioè l'azionista) che ne fa uso» (Whittington, *Accounting and economics*, The New Palgrave of Economics, 1987)
- Si tratta quindi di risolvere, o almeno di impostare, le seguenti **questioni**: il problema della veridicità e completezza del bilancio varia secondo il tipo d'impresa considerata? Su quali soggetti ricadono maggiormente le conseguenze di un bilancio falso? Chi è più interessato e più in grado di svolgere un'azione di controllo sulla veridicità e completezza del bilancio? E infine: qualora sia necessario sanzionare le violazioni degli obblighi d'informazione, a quali meccanismi è opportuno o necessario affidarsi?
- Conviene discriminare le possibili situazioni secondo il regime di **responsabilità, illimitata o limitata** e l'eventuale **quotazione** della società.
- Inoltre, il **grado di coinvolgimento dei soggetti** su cui ricadono le conseguenze di un eventuale falso in bilancio viene solitamente valutato in base al periodo – breve o lungo – nel

quale si esplicita il rapporto tra l'individuo e la società. Seguendo un suggerimento di Williamson (*Le istituzioni economiche del capitalismo*, 1985), si può pensare che quanto più il contributo del finanziatore è a lunga scadenza, tanto più stretto deve essere il legame tra questi e la gestione, al limite fino a riconoscere al creditore il diritto a una rappresentanza (la partecipazione all'assemblea nel caso dell'azionista; la partecipazione al consiglio di amministrazione nel caso, ad esempio, delle banche negli ordinamenti di tipo germanico).

- In una **società che non gode del regime di responsabilità limitata**, il problema della veridicità del bilancio non comporta enormi costi di transazione. Da un lato, infatti, la piena responsabilità del proprietario – che di solito è amministratore o è in grado di esercitare su quest'ultimo un controllo efficace – costituisce già un deterrente nei confronti di eventuali dichiarazioni non veritiere o incomplete. Dall'altro lato, le conseguenze di un eventuale falso in bilancio riguardano essenzialmente il rapporto con i creditori. Ma come avverte lo stesso Williamson (1985), se i prestiti sono a breve scadenza i costi di transazione sono relativamente contenuti, perché la salvaguardia dell'investimento può essere affidata all'analisi delle prospettive congiunturali della società. Quando però il credito è a lungo o lunghissimo termine, l'incertezza e l'asimmetria informativa divengono più pressanti, fino a sollecitare la rappresentanza dei creditori negli organi di gestione della società, soprattutto in periodi critici per quest'ultima.
- Il problema si complica nel caso di una **società non quotata in regime di responsabilità limitata**, perché viene meno un freno nei confronti del falso; oltre ai creditori, le categorie a rischio comprendono anche gli azionisti. I costi di transazione in gioco, cioè i legami tra i vari soggetti economici, sono quindi più rilevanti. D'altro canto, non si possono negare gli ormai assodati vantaggi derivanti dalla responsabilità limitata, soprattutto nella raccolta di fondi sui mercati finanziari; tuttavia, l'assenza della quotazione restringe lo scambio di titoli e quote per lo più a soggetti interessati al rendimento di lungo periodo della società. Questi ultimi sono quindi automaticamente incentivati a esercitare un controllo sugli amministratori e a monitorare in modo stretto e duraturo l'andamento aziendale. Ciò non esclude affatto che, soprattutto a tutela dei terzi, creditori o potenziali creditori, vi siano meccanismi sanzionatori o di tutela predisposti dall'ordinamento la cui attivazione può essere affidata al privato portatore di interessi o incardinata in una pubblica autorità..
- Più rilevante è il caso della **società quotata che gode di responsabilità limitata**, dal momento che la quotazione apre la porta ai “soci di risparmio” (da non confondere con i titolari di azioni di risparmio) i quali, più che nella società, investono nel mercato. Possono cioè partecipare al capitale sociale individui interessati ai guadagni di capitale derivanti dalla compravendita dei titoli

più che alla distribuzione dei dividendi e/o all'accrescimento nel lungo periodo del valore azionario. Per questo tipo di soci può essere molto costoso informarsi sui dettagli dell'andamento della società, sul bilancio e sulla sua gestione, anche perché spesso mancano delle conoscenze necessarie. D'altro canto, il corso azionario dipende dalle prospettive economiche della società e queste sono almeno in parte riflesse nel bilancio; di conseguenza anche il piccolo azionista sarebbe danneggiato da un eventuale falso. Tuttavia, non ci si può attendere che i soci "di risparmio", quand'anche ne fossero capaci, esercitino un vero controllo, a causa del rischio di *free riding*. Infatti, poiché il costo – spesso elevato – della vigilanza sull'operato degli amministratori ricade su chi la mette in atto, mentre i benefici riguardano tutti indistintamente, nessuno è incentivato a prendere l'iniziativa in prima persona. In altri termini, nella terminologia di Hirschman l'unica alternativa per i soci di risparmio è l'*exit*, non la *voice*. Se però le azioni detenute da questi soci, siano essi maggioranza come nelle *public companies* della teoria o minoranza come in Italia, ad esempio, è evidente la necessità di tutelarli, anche rispetto alla veridicità e completezza del bilancio. Interventi di tutela o sanzionatori sono in questa ipotesi inevitabili e giustificati.

- La protezione da offrire può essere **privata o pubblica**. Nel primo caso si può pensare che la società compri un'assicurazione sui titoli da compagnie di assicurazione private nell'interesse dei loro piccoli azionisti; ma si tratta di una soluzione che probabilmente comporta costi di transazione troppo elevati per la maggior parte dei "soci di risparmio" (peraltro questa soluzione introduce un'ipotesi di azzardo morale in capo alla società che si assicura e sposta il problema della correttezza da quest'ultima all'assicuratore).
- La protezione **pubblica** si giustifica non solo perché quella privata non appare particolarmente efficiente, ma soprattutto perché l'individuazione e la punizione della frode hanno un effetto positivo per la coesione sociale e per l'integrità del mercato. La tutela pubblica parte dall'imposizione di vincoli di trasparenza per prevenire la frode; la loro violazione può essere sanzionata, però, con l'azione civile o con quella penale. L'intervento sociale attraverso, ad esempio, il **riconoscimento di danni multipli** in un'azione di risarcimento civile potrebbe stimolare anche un piccolo azionista o un loro limitato gruppo ad agire in difesa dei propri interessi sapendo che, in caso di vittoria, essi saranno risarciti per un multiplo del danno subito. E se anche questo incentivo fosse insufficiente, si dovrebbe lasciare soltanto al mercato la responsabilità di sanzionare la correttezza dei manager, forse solo nel lungo termine? Certamente no. Al riguardo è possibile mutuare l'**ipotesi di rappresentanza** avanzata da Dewatripont e Tirole (*The prudential regulation of banks*, 1994) in relazione alla regolamentazione prudenziale delle banche: per ovviare al *free riding* è necessario che gli azionisti minori siano rappresentati e difesi

dallo stato e che quest'ultimo svolga l'azione di tutela ricalcando il tipo di controllo che gli investitori avrebbero esercitato se fossero più esperti, perfettamente coordinati ed economicamente motivati. È evidente che l'argomento richiama ancora il dibattito sui meccanismi di *corporate governance* e riecheggia anche le intuizioni neoistituzionaliste di Williamson ricordate precedentemente. In altri termini, ciò significa che lo stato potrebbe esercitare l'azione civile e ottenere un multiplo dei danni per la totalità degli azionisti che non hanno agito in giudizio. Se poi fossero particolarmente forti l'**allarme sociale** e il timore di andamenti marcatamente negativi sui mercati finanziari, nulla vieta che si faccia ricorso all'azione penale. Tanto l'azione civile ipotizzata in precedenza quanto quella penale addossano l'onere della prova sui pubblici poteri.

- Perciò, la **sanzione penale** per la violazione degli obblighi circa la veridicità e la completezza dell'informazione societaria non è una conseguenza necessaria della vita economica e giuridica, ma il risultato di una **scelta politica** anche quando essa è compiuta senza un'esplicita valutazione dei pro e dei contro. Inoltre, la diversità delle situazioni societarie fa vedere chiaramente che sono possibili e, forse, auspicabili soluzioni articolate che non scarichino tutto l'onere sulla giustizia penale. Infine, senza la messa in opera di adeguati incentivi che rendano gli interessi dei manager coerenti con quelli degli azionisti e dell'intera collettività la sola tutela giudiziaria non appare sufficiente a combattere la falsità nelle comunicazioni sociali.
- Concludendo, le stesse teorie economiche interessate a riscoprire "l'economia politica", tuttavia, ricordano con enfasi che, nel ricostruire lo schema di incentivi più indicato per affrontare la questione del falso in bilancio, non si può trascurare il **contesto culturale e istituzionale** nel quale questa problematica viene esaminata e per il quale viene proposta un'ipotesi di riforma. Lo studio dei risultati raggiunti da una determinata formula in realtà diverse è molto utile, ma il confronto non va limitato ai risultati. Solo in tal modo diviene possibile proporre soluzioni efficaci in quanto attuabili "dal basso" (ovvero partendo dagli incentivi degli operatori e di conseguenza da questi condivise) e si evita di incorrere in prescrizioni o in riforme dettate "dall'alto" ed esposte al rischio di conflitto con il sistema, sottostante e preesistente.

Napoli, 30 gennaio 2001