



associazione internazionale di diritto delle assicurazioni

XXXVIII Congresso della Sezione Piemonte - Valle d'Aosta

in collaborazione con IRSA
Istituto per la Ricerca e lo Sviluppo delle Assicurazioni

Informazione al mercato.
Responsabilità, tutela dell'investitore
ed assicurazione del rischio.

Saint Vincent
18 - 19 novembre 2004

PREAMBOLO

"Il capitalismo non è un successo. Non è intelligente, non è bello, non è giusto, non è virtuoso e non produce i beni necessari. In breve non ci piace e stiamo cominciando a disprezzarlo. Ma quando ci chiediamo cosa mettere al suo posto, restiamo estremamente perplessi".

(John Maynard Keynes)

Il settore dell'investimento finanziario costituito dalle obbligazioni ha rivelato negli ultimi anni la carenza di regole atte a tutelare, non tanto i grandi operatori, professionisti del mercato, quanto i risparmiatori inconsapevoli.

I casi Argentina, Enron e, per l'Italia, Cirio e Parmalat hanno scosso il mercato del risparmio, abbattendo la fiducia non solo nelle agenzie specializzate a emanare un giudizio sintetico (rating) sull'affidabilità creditizia di una società o di un paese, ma anche nei confronti di tutti gli intermediari operanti al collocamento dei bond.

Nel Contempo è cresciuta l'attenzione al rapporto tra mercato ed etica.

In questa situazione è sembrato importante all'Aida Piemonte sottoporre all'esame ed alla riflessione di tutti un confronto tra i soggetti interessati al mercato finanziario, sugli interessi non coincidenti, sull'esigenza di regole e di istituti, che servano al miglior funzionamento di un libero mercato finanziario nel contemperamento di interessi dei diversi soggetti, non disgiunto dalla tutela dei soggetti più deboli.

E poiché in ogni rapporto economico la fiducia è rinforzata dalla garanzia, non può mancare l'attenzione agli aspetti giuridici ed economici dell'assicurazione.

INDICE

Relazioni:

- Avv. Eugenio Barcellona 13
- S.E. Dott. Silvio Pieri 37
- Proff.ssa Avv. Giovanna Volpe Putzolu 53
- Dott. Maurice Cox 57

Istituti di Controllo:

- Prof.ssa Carla Rabitti Bedogni 77

Interventi:

- Dott. Marco Cecchi de' Rossi 125
- Dott. Paolo Colciago 149
- Avv. Paolo Fiorio 159

Testi Giuridici:

Decreto Legislativo n. 58 - 24 febbraio 1998
pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998 - S.O. 193

Interventi per la tutela del Risparmio
Disegno Legge Camera dei Deputati n. 4705
Presentato il 16 febbraio 2004 287

Elenco partecipanti 307

RELAZIONI

**L'INFORMAZIONE (OBBLIGATORIA E VOLONTARIA) AL MERCATO E
LA TUTELA DELL'INVESTITORE**

Avv. Eugenio Barcellona
Foro di Torino

INFORMAZIONE – OBBLIGATORIA E VOLONTARIA – AL MERCATO E TUTELA DEGLI INVESTITORI

(note a margine dei recenti scandali finanziari)

1. Premessa: crisi borsistiche, scandali finanziari e "istinti" riformatori.	15
2. Il "perché" della tutela degli investitori: il dibattito statunitense sulla mandatory disclosure.	17
3. Osservazioni a margine del dibattito americano. Una nuova ipotesi di ricostruzione sistematica del diritto della mandatory disclosure: la peculiarità degli strumenti finanziari.	19
4. La responsabilità da violazioni di obblighi posti a tutela del mercato: obbligazione di bilancio e obbligazione di revisione del bilancio.	24
5. L'informazione volontaria al mercato: revisione volontaria e agenzie di rating.	28
6. L'effettività della tutela: la market failure nella fase patologica. Quale rimedio? (Class actions, sanzioni amministrative, sanzioni penali)	31

1. Premessa: crisi borsistiche, scandali finanziari e "istinti" riformatori.

All'indomani dei recenti scandali finanziari – Enron, Cirio e, soprattutto, Parmalat – ci si è universalmente chiesti: com'è possibile che buchi colossali di bilancio sfuggano al controllo di banche centrali, *authority* di vigilanza, revisori dei conti, agenzie di *rating*? dov'è la falla dell'ordinamento giuridico? cos'è che non funziona nel sistema normativo dei controlli sulle società quotate o, più in generale, sulle società che, in un modo o nell'altro, drenano il risparmio di massa? Questi interrogativi – senza dubbio naturali ed anzi istintivi – tradiscono una evidente "mitologia razionalista": soltanto una «falla del sistema» può giustificare scandali quali quelli appena menzionati; sicché – si ritiene – è sufficiente individuare la falla (o far credere che si sia individuata la falla) per risolvere più o meno definitivamente il problema ed evitare il ripetersi di simili eventi. La reazione è simile, per certi versi, a quella che si registra dinanzi ad un omicidio: soltanto l'identificazione del colpevole acquieta gli animi, giacché soltanto essa consente di credere (o, forse, illude soltanto) che il "male" sia stato ormai neutralizzato.

Ecco, quindi, ripetersi, ad ogni rilevante crisi borsistica con l'inevitabile contorno di un qualche *crac* finanziario, l'emersione di un'energica foga riformatrice: le leggi devono essere riscritte per tutelare adeguatamente gli investitori, bisogna istituire commissioni *ad hoc*, si promulgano decreti o si emanano nuove leggi organiche in materia. Bisogna, cioè, individuare il colpevole, rinchiuderlo in prigione e, quindi,

"neutralizzare il male" a beneficio della serenità della comunità (nel nostro caso: la comunità degli investitori).

Ora, può darsi che così facendo si mandi in galera il vero responsabile, ma può anche darsi che, pur di acquietare gli animi, si finisca – più o meno scientemente – col mandare in galera un innocente destinato a fungere da mero capro espiatorio.

Fuor di metafora: è possibile che – riscontrata l'imputabilità di uno scandalo finanziario ad un effettivo *deficit* del sistema normativo – si reagisca colmando adeguatamente quella lacuna; ma è anche possibile che – pur quando il *crac* finanziario di turno occorra per la semplice ragione che non tutti gli uomini sono onesti – si legiferi solo perché si deve dare l'impressione che il male è stato individuato e, quindi, neutralizzato: la «fiducia dei risparmiatori» è salva.

In realtà, chi non si lascia vincere dall'ideologia del controllo razionale del reale (come si è detto sopra: mitologia razionalista) non ha difficoltà a costatare che, così come neanche la migliore legge contro il furto potrà mai impedire l'esistenza dei ladri, analogamente neanche la migliore legge a tutela del risparmio potrà impedire, in futuro, il ripetersi di scandali eguali o peggiori rispetto a quelli recentemente occorsi.

Non può, quindi, escludersi – almeno in linea di principio – che agli interrogativi posti in esordio si debba dare la "deludente" risposta che... non esiste alcuna falla, il sistema normativo è adeguato, ma, ciò nonostante, il "fatto" è capitato. L'adeguatezza di un sistema normativo non si misura, invero, in ragione dell'accadimento del "male" – lo scandalo finanziario o il furto o l'omicidio che neanche il miglior sistema normativo possibile sarà mai in grado di evitare –, bensì valutando se siano adeguati i *rimedi* che l'ordinamento offre per reagirvi. Se, infatti, i rimedi sono efficienti, allora la legge assolve adeguatamente al suo compito: quando il rimedio è efficiente, l'illecito è assorbito ovvero *tamquam non esset*; un illecito efficacemente "riparato" diventa, in buona sostanza, del tutto "irrilevante".

Prima, quindi, di cedere alla reazione emotiva di auspicare un generico "rafforzamento della tutela degli investitori" al solo scopo di rasserenare con vacue parole (o con vacue norme) la comunità dei risparmiatori, appare preliminarmente opportuno che ci si interroghi sul senso ultimo (sul «*perché*») della tutela degli investitori, giacché solo con una adeguata consapevolezza di questo senso ultimo, si potrà adeguatamente valutare se – allo stato attuale della legislazione – le modalità (il «*come*») di tale tutela siano efficienti o meno.

Una analisi così condotta potrà dare l'impressione di muovere un po' da troppo lontano, ma, a nostro avviso, soltanto una comprensione del «senso ultimo» di un certo istituto – nel nostro caso, il diritto della tutela degli investitori – consente di fornire riposte adeguate anche circa le «modalità pratiche» in cui esso si deve normativamente esprimere. Senza una adeguata risposta sul *perché*, non ci sarà mai una adeguata risposta sul *come*.

2. Il "perché" della tutela degli investitori: il dibattito statunitense sulla *mandatory disclosure*.

Che gli investitori siano tutelati essenzialmente attraverso l'imposizione di obblighi di informazione è circostanza universalmente nota. Si pensi, ad esempio, fra i più rilevanti:

- (i) all'obbligo di rendere pubblica la situazione patrimoniale e reddituale della società (leggi: bilancio);
- (ii) all'obbligo di rendere pubblico il giudizio sulla predetta informazione (leggi: revisione professionale del bilancio);
- (iii) all'obbligo (per le società quotate) di rendere pubblico ogni fatto rilevante che possa incidere sul valore delle azioni (leggi: *disclosure* di informazioni *price sensitive*);
- (iv) all'obbligo (per ogni società che solleciti il risparmio) di rappresentare adeguatamente i rischi connessi all'investimento (leggi: prospetto informativo).

Tuttavia, alla constatazione – ancora meramente descrittiva – che l'informazione obbligatoria (cd. *compulsory disclosure*) costituisce l'essenza del diritto dei mercati finanziari ha fatto raramente seguito, nel panorama della dottrina italiana, la domanda sul «perché». Nessuno si è cioè chiesto se sia necessario e/o opportuno che gli investitori siano tutelati proprio mediante l'imposizione di obblighi di informazione.

La questione è, invece, stata posta in termini abbastanza espliciti dalla dottrina statunitense che si è a lungo ed approfonditamente interrogata sulle ragioni della *compulsory* o *mandatory disclosure* (informazione obbligatoria) .

La risposta che essa ha fornito è *grosso modo* la seguente.

L'investitore «tipo» – ovvero il piccolo risparmiatore che investe una certa parte del suo risparmio per acquistare una frazione potenzialmente infinitesima del capitale di una società – non è in condizione di sostenere i costi per procurarsi le informazioni necessarie a valutare la convenienza dell'investimento: non avrebbe senso, ad esempio, conferire l'incarico di revisione del bilancio e corrispondere un corrispettivo pari a 100 per effettuare poi un investimento di 10 e sperare in un guadagno di 2. Tipicamente, per l'investitore di massa, il «costo» dell'informazione eccede il «beneficio» che è ragionevole attendersene. Dinanzi all'offerta di strumenti finanziari, l'investitore di massa è posto dinanzi alla alternativa secca: compro alla cieca (senza informazioni che non posso permettermi) oppure compro dopo aver ottenuto informazioni che mi costano enormemente di più del beneficio che potrò ricavare dall'investimento? È evidente come entrambe le possibili scelte sarebbero irragionevoli: nel primo caso, l'investimento equivarrebbe ad una pura scommessa aleatoria (una sorta di *roulette russa*); nel secondo caso, si tratterebbe di un investimento necessariamente in perdita.

Ci sarebbe, in realtà, una terza possibilità: se una molteplicità di investitori si mette d'accordo per conferire un incarico congiunto di revisione del bilancio o, più in generale, di reperimento e valutazione di affidabilità delle informazioni economiche di un possibile *target* di investimento, allora il costo dell'informazione potrebbe essere condiviso con conseguente abbassamento del costo *pro capite*; così facendo, il rapporto costi/benefici potrebbe essere riequilibrato e, in ipotesi, il gioco potrebbe valere la candela. In realtà, anche questa terza possibilità è economicamente impossibile: mettere insieme una pluralità di soggetti (i potenziali investitori) titolari di interessi convergenti postula, a sua volta, ingenti costi di negoziazione: chi assume l'iniziativa di cercare altri soggetti interessati allo stesso potenziale investimento? Chi ne assume i costi? Chi decide le regole dell'ipotetica assemblea di potenziali investitori che dovrà decidere quale professionista incaricare per reperire e verificare le informazioni necessarie a valutare l'opportunità dell'investimento? Anche questa terza possibilità di una condivisione volontaria dei costi al fine di una loro riduzione risulta soltanto teorica.

Insomma: se – come è doveroso – si ipotizza che ci si trovi innanzi operatori economici razionali, lo scambio di strumenti finanziari diventa "economicamente" impossibile. Come si esprime la dottrina americana, si va incontro ad una *market failure*, ad un fallimento del mercato.

Ecco allora la soluzione per uscire dall'*impasse*: l'informazione economica diviene oggetto di un *obbligo legale*; per tale via essa diviene gratuitamente possibile all'investitore che, a questo punto, non è costretto ad astenersi dallo scambio ma è posto in condizioni di accedere al mercato. L'informazione – si noti – è gratuita per l'investitore, ma non è gratuita *in sé*. La "produzione" dell'informazione postula, infatti, pur sempre dei costi: il costo, per la società, di provvedere alla redazione del bilancio ovvero, il costo, per la società di pagare il corrispettivo di una revisione del bilancio, il costo di pagare i vari consulenti (finanziari, legali, contabili) dei quali ci si deve avvalere per la redazione di un prospetto informativo. Si badi bene: la società dei cui strumenti finanziari si tratta è poi certamente in grado di trasferire i costi che essa sostiene (direttamente o indirettamente) proprio sugli investitori che ne beneficiano. A parità di condizioni, il prezzo di strumenti finanziari che "incorporano" (lo si dice in senso atecnico) il diritto ad essere informati è superiore al prezzo di identici strumenti che non incorporino analoghi diritti informativi. In un mercato perfetto, si dovrebbe ipotizzare che il maggior "valore unitario" di uno strumento finanziario che incorpori diritti di informazione misuri esattamente il costo di produzione, per singolo strumento finanziario, della "produzione" dell'informazione.

In ultima analisi, la *mandatory disclosure* rende possibile lo scambio di strumenti finanziari (ovvero: consente di superare l'*impasse* della *market failure*) grazie ad una *socializzazione indiretta*, per via di *obbligo di legge*, dei costi di produzione/verifica dell'informazione economica. A sostenere i costi dell'informazione sono – in ultima analisi e in via indiretta – gli stessi potenziali investitori che di quella informazione (resa obbligatoria per legge) sono beneficiari.

3. Osservazioni a margine del dibattito americano. Una nuova ipotesi di ricostruzione sistematica del diritto della mandatory disclosure: la peculiarità degli strumenti finanziari.

La spiegazione del *perché* degli obblighi di informazione fornita dalla dottrina americana – evidentemente influenzata dai metodi di analisi propri dell'analisi economica del diritto – risulta largamente condivisibile e convincente; essa offre peraltro – come si vedrà meglio oltre – importanti spunti circa la corretta definizione e qualificazione della responsabilità da violazione dell'obbligo di informazione al mercato.

Essa mi pare, tuttavia, ancora incompleta. V'è, infatti, un punto nell'analisi sopra sintetizzata, che mi sembra resti in ombra o non adeguatamente motivato. La dottrina americana non spiega, in particolare, per quale ragione l'acquirente di strumenti finanziari «necessiti» di informazioni – di guisa che, senza la disponibilità di tali informazioni, lo scambio sarebbe impossibile (cd. *market failure*) –, mentre l'acquirente di qualsiasi altro bene non si trova in analoga situazione.

In linea di principio, infatti, si potrebbe ipotizzare che la necessità di disporre di informazioni circa l'oggetto di uno scambio ricorra sempre per qualsiasi tipo di bene, ma se fosse così l'analisi costi/benefici condannerebbe all'impossibilità non solo lo scambio di strumenti finanziari, ma lo scambio in genere; ed allora gli obblighi di informazione dovrebbero essere imposti dal *diritto comune dei contratti* e non soltanto dal *diritto speciale dei mercati finanziari*.

Eppure non è così: l'acquirente di un bene generico – un tavolo, una sedia o una casa (anche questa possibile oggetto di «investimento») – è tutelato solo dal diritto comune (invalidità del contratto, azione di adempimento, garanzia per vizi, *actio quanti minoris*, risoluzione del contratto etc.), mentre l'acquirente di quel particolare bene che è lo strumento finanziario (leggi: lo «investitore») è tutelato anche dal diritto dell'informazione obbligatoria.

Chiedersi la ragione di questa diversità di trattamento equivale a chiedersi la ragione dell'esistenza di quel sotto-sistema del diritto privato che è, per l'appunto, il diritto dei mercati finanziari.

Per prospettare una possibile ipotesi di risposta può muoversi da questa considerazione di metodo: se un identico rapporto contrattuale di scambio è soggetto al diritto comune quando ha ad oggetto un generico bene, mentre è soggetto ad un diritto speciale quando ha ad oggetto strumenti finanziari, la *ratio* ultima di tale diritto speciale ha necessariamente da essere individuata in una qualche peculiarità di tali *speciali* beni.

La domanda «perché esiste il diritto speciale dei mercati finanziari» ovvero «perché gli investitori sono tutelati mediante obblighi di informazione» si converte, quindi, in quella «qual è la peculiarità degli strumenti finanziari?». Di qui non si scappa: o gli strumenti finanziari hanno una qualche specificità che valga a differenziarli dagli altri beni oppure, in caso contrario, l'esistenza del diritto speciale

dei mercati finanziari (leggi: il regime speciale della *mandatory disclosure*) risulterebbe arbitrario.

Ora, a me pare che gli strumenti finanziari godano, effettivamente di una peculiarità assai rilevante ai nostri fini che vale non solo a distinguerli, ma persino a contrapporli ai "generici beni". Ebbene: per essi non si dà alcuna distinzione fra «valore d'uso» e «valore di scambio»; non si dà, cioè, alcuna distinzione fra l'utilità diretta che il titolare ricava dall'uso del bene (quell'utilità che, nell'articolo che definisce la proprietà – art. 832 c.c. – , corrisponde al "diritto di godere") e l'utilità che il titolare ricava allorquando monetizza, scambiandolo, il bene (quell'utilità che, sempre nell'articolo sulla proprietà, corrisponde al "diritto di disporre"). Un'espressione efficace mi pare la seguente: i beni generici – quelli per i quali si dà distinzione fra valore d'uso e valore di scambio – *valgono perché servono*, mentre gli strumenti finanziari – quelli per i quali il valore d'uso coincide con il valore di scambio – *servono perché valgono*.

V'è certamente un bene per il quale la coincidenza fra valore d'uso e valore di scambio si dà *par excellence*: il denaro. Il denaro non serve in quanto tale, ma serve per la sua proprietà di tradursi in altro da sé ossia per la sua proprietà di esprimere – quintessenzialmente – valore di scambio. Gli strumenti finanziari assomigliano in modo assai rilevante al denaro, tanto che, molto spesso, ci si riferisce alle azioni come "moneta privata".

La circostanza che per gli strumenti finanziari – questi "surrogati" del denaro – non si dia possibilità di distinzione fra valore d'uso e valore di scambio è densa di conseguenze giuridiche.

Ed infatti allorquando si ha a che fare con un bene "para-monetario", quali sono gli strumenti finanziari, diventano inapplicabili (si badi bene: *strutturalmente* inapplicabili), quanto meno due discipline previste dal diritto comune a tutela dell'acquirente:

- (i) la disciplina dell'annullamento del contratto per errore sulle qualità essenziali e
- (ii) la disciplina della garanzia per i vizi.

Quanto al primo profilo: quando la qualità di un bene è quella di *valere* e non quella di *servire*, l'errore sulla qualità essenziale coincide, per definizione, con l'errore sul valore della cosa venduta cioè con un errore che dottrina e giurisprudenza considerano irrilevante.

Quanto al secondo profilo: quando l'uso del bene coincide con il suo valore di scambio, il vizio del bene (come si esprime la legge: l'inidoneità all'uso) coincide *tel quel* con il minor valore, ma anche qui dottrina e giurisprudenza escludono universalmente che il minor valore costituisca, di per sé, un vizio rilevante ai fini dei rimedi di legge (risoluzione per inadempimento, *actio quanti minoris*).

Entrambi gli orientamenti appena riferiti si sono formati proprio rispetto al contratto «tipo» avente ad oggetto strumenti finanziari: la vendita di azioni. Trovandosi in mano azioni di una società il cui patrimonio si sarebbe rivelato ben meno consistente di quanto non apparisse al momento della conclusione del contratto, i rimedi tipicamente attivati dal compratore deluso erano per l'appunto quelli dell'annullamento del contratto per difetto di qualità essenziali ovvero della risoluzione per mancanza di qualità e/o per vizi. Ma la giurisprudenza ha costantemente rigettato queste pretese proprio rilevando come le «azioni sociali» (*beni di secondo grado* ovvero come si dice qui beni "para-monetari") non coincidono con i beni facenti parte del patrimonio sociale (*beni di primo grado* ovvero dotati di un valore d'uso non coincidente con il valore di scambio), sicché i vizi di questi ultimi non equivalgono automaticamente né a diversa "qualità" delle azioni (rilevante a fini di un eventuale annullamento per errore), né a "vizi" delle azioni (rilevanti ai fini di un eventuale risoluzione del contratto o riduzione del prezzo).

Un semplice esempio può consentire di apprezzare meglio la portata di questo consolidato orientamento giurisprudenziale.

Si confronti, da una parte, la situazione di A che, in ipotesi, acquisti una casa che si rivela difettosa perché le strutture portanti sono pericolanti e la situazione di B che, in ipotesi, acquisti azioni di una società immobiliare nel cui patrimonio vi sono diverse unità immobiliari difettose per la stessa ragione (strutture portanti pericolanti). In entrambi i casi i due compratori si trovano in mano beni dotati (verosimilmente) di un minor valore, nel primo caso perché il vizio riguarda direttamente il cespite acquistato, nel secondo caso, invece, perché il vizio riguarda i beni di primo grado dei quali il bene acquistato (l'azione sociale ovvero un bene "di secondo grado" o "paramonetario") è "rappresentativo". Eccoci però al *punctum dolens*: nel primo caso il compratore dispone *ex lege* del rimedio dell'azione di risoluzione per vizi e/o di riduzione del prezzo; nel secondo caso, invece, il compratore si trova nell'impossibilità *strutturale* di attivare tali rimedi legali: i beni sociali di primo grado, che compongono il patrimonio sociale, possono anche essere viziati o dotati di una qualità diversa da quella attesa dal compratore, ma ciò – come insegna la nostra consolidata giurisprudenza – è assolutamente irrilevante; se non v'è una clausola contrattuale *ad hoc*, il compratore non è in grado di attivare alcun rimedio *ex lege*.

Siamo ora in grado di fornire una risposta più precisa alla questione che ci si era posti all'inizio.

S'era esordito rilevando come gli strumenti finanziari (che servono perché valgono) differiscono dai generici beni (che valgono perché servono) giacché mentre, per questi ultimi si dà una distinzione fra valore d'uso e valore di scambio, per i primi l'uno coincide con l'altro. Ebbene: ora siamo in grado di aggiungere che la coincidenza fra valore d'uso e valore di scambio determina la strutturale inapplicabilità di quella disciplina di diritto comune (annullamento per errore e garanzia per vizi) che, invece, quella distinzione presuppone.

Questa conclusione ha un enorme rilievo ai nostri fini, giacché essa rivela come il compratore di uno strumento finanziario (*bene di secondo grado* o *para-monetario*) "rischi" – in termini di protezione giuridica – ben di più di quanto non faccia un compratore di qualsiasi altro bene (*bene di primo grado* ovvero *dotato un autonomo valore d'uso*).

Naturalmente, all'innalzamento dei rischi connessi allo scambio avente ad oggetto strumenti finanziari fa da *pendant* un corrispondente innalzamento dei connessi costi di negoziazione.

Il compratore di un immobile non ha necessità di conferire un incarico per verificare l'assenza di vizi, giacché dispone comunque della tutela legale; il compratore di un'azione di una società immobiliare è invece costretto a conferire un incarico o comunque a pattuire tutele negoziali *ad hoc*, giacché egli, a differenza del primo, non dispone di quella tutela legale (strutturalmente inapplicabile quando si ha che fare con beni para-monetari quali gli strumenti finanziari).

La prassi commerciale offre la migliore conferma di quanto si è osservato.

Quando lo scambio avente ad oggetto strumenti finanziari intercorre fra operatori qualificati (per intenderci: fra colui che cede un pacchetto significativo di azioni e colui che intende acquisire un pacchetto significativo), l'acquirente supplisce allo strutturale *deficit* della tutela legale di diritto comune in due forme tipiche: a) conferisce a professionisti (revisori, consulenti finanziari, legali) l'incarico di una ampia *due diligence* sulla società delle cui azioni si tratta; b) pattuisce delle garanzie *ad hoc* su ciascuna voce del bilancio. In altri termini, egli reagisce alla strutturale inapplicabilità della garanzia per vizi rispetto al bene para-monetario («azione»), facendo compiere verifiche e facendosi rilasciare garanzie sui beni di primo grado che "stanno dietro" all'azione, i beni sociali.

Ma l'accessibilità a questa tutela *negoziale* cioè frutto di una negoziazione *ad hoc* si dà solo, per l'appunto, con riferimento a compratori qualificati: quelli che dispongono di notevole risorse e che acquistano pacchetti significativi di strumenti finanziari (social-tipicamente quote di controllo di società); non si dà, invece, per l'investitore/risparmiatore che investe una frazione del suo patrimonio in una quota infinitesima del capitale di una società.

Ecco, dunque, la risposta normativa della *mandatory disclosure*:

- come correttamente ed efficacemente rilevato dalla scuola americana dell'analisi economica del diritto, attraverso essa si rende disponibile *ex lege* all'investitore/piccolo risparmiatore quella tutela che solo un operatore qualificato è in grado di procurarsi *ex contractu*;
- come aggiungiamo noi, tanto la *tutela contrattuale ad hoc* che si procura l'operatore qualificato, quanto la corrispondente *tutela legale di diritto speciale* (fondata sull'istituzione di obblighi di informazione) trova – in ultima

analisi – la sua ragion d'essere nella peculiare natura "para-monetaria" degli strumenti finanziari cui consegue una *strutturale* inapplicabilità dei rimedi legali di diritto comune (annullamento per errore e garanzia per vizi).

Il senso *sistematico* del diritto speciale dei mercati finanziari o, il che è sostanzialmente lo stesso, della *mandatory disclosure* emerge ormai con sufficiente nettezza:

- attraverso gli obblighi di informazione a favore del pubblico, l'ordinamento rende disponibile per l'investitore di massa una *tutela legale speciale* sostitutiva rispetto a quella, inapplicabile, di *diritto comune*; e tanto fa perché l'investitore di massa, a differenza dell'operatore professionale, non è certamente in grado di reagire al *deficit* di tutela legale (di diritto comune) pattuendo una adeguata *tutela negoziale ad hoc*;
- gli obblighi di informazione a beneficio del pubblico risultano, quindi, dei veri e propri "equipollenti" vuoi della (inapplicabile) garanzia per vizi di diritto comune, vuoi della (non accessibile all'investitore di massa) tutela negoziale *ad hoc*: attraverso l'obbligo di bilancio (a favore del pubblico) è come se anche l'investitore di massa potesse godere di quella garanzia sulle specifiche poste di bilancio di cui, tipicamente, gode il compratore professionale (grazie ad una tutela negoziale *ad hoc*); attraverso l'obbligo di revisione del bilancio è come se anche l'investitore di massa potesse godere del beneficio di un incarico di revisione che, tipicamente, il compratore professionale attribuisce ad un *auditor* di propria fiducia (di nuovo: grazie ad una tutela negoziale *ad hoc*).

La tutela (*informativa*) dell'investitore appare, quindi, una vera e propria *condicio sine qua non* dell'esistenza del mercato dei capitali.

Con il mercato dei capitali fa, invero, la sua comparsa, nella scena delle tecniche di finanziamento dell'impresa, una nuova figura di finanziatore: al *banchiere* (che è operatore *professionale* per eccellenza e, pertanto, *sempre in grado* di acquisire, selezionare, elaborare le informazioni circa i potenziali finanziati) si aggiunge ora l'*azionista/investitore di massa* (che è operatore *non professionale* per eccellenza e, pertanto, *mai in grado* di acquisire, selezionare e elaborare le informazioni circa i possibili *target* di investimento). Ma, senza una adeguata tutela (*informativa*) dell'investitore, il mercato dei capitali non diventa semplicemente inefficiente, diventa *tecnicamente* impossibile.

La tutela (*informativa*) dell'investitore rappresenta, per così dire, il necessario *medium* per tutelare non solo l'*efficienza*, ma la stessa *esistenza* di quel mercato che garantisce l'afflusso diretto della ricchezza risparmiata agli impieghi produttivi. La tutela dell'investitore svolge insomma, nel diritto *evoluto* dei mercati finanziari, lo stesso ruolo "sistematico" che la tutela del terzo di buona fede ha storicamente svolto nel diritto *protocapitalistico* degli scambi commerciali. Così come,

tutelandosi il terzo di buona fede, si garantiva la sicurezza dei traffici a beneficio della classe imprenditoriale intesa come sistema (lo ha rilevato con grande efficacia Galgano), analogamente, tutelandosi (informativamente) l'investitore, si garantisce la funzionalità di quel mercato che consente al sistema delle imprese di poter fare appello (senza il *medium* bancario) al pubblico risparmio degli investitori di massa.

4. La responsabilità da violazioni di obblighi posti a tutela del mercato: obbligazione di bilancio e obbligazione di revisione del bilancio.

L'esito cui l'interrogazione circa il «senso ultimo» degli obblighi di informazione ha condotto consente ora di definire e qualificare la responsabilità che deriva dalla loro violazione. A tale scopo possono assumersi in via paradigmatica i due più significativi obblighi di informazione in cui si sostanzia il diritto dei mercati finanziari: l'obbligo di bilancio e l'obbligo di revisione del bilancio.

Alla luce dell'analisi sin qui condotta dovrebbe risultare persino intuitivo che dalla violazione di tali obblighi non possa che discendere una responsabilità non certo aquiliana o da fatto illecito, bensì piuttosto contrattuale o meglio da inadempimento (il nostro ordinamento non contrappone, infatti, responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale, bensì responsabilità da fatto illecito per violazione del *neminem laedere* e responsabilità da inadempimento di obblighi di fonte legale o contrattuale).

Ciò che si rimprovera a colui che ha violato l'obbligo di informazione non è, infatti, la casuale interferenza nell'altrui sfera giuridica con conseguente distruzione di ricchezza esistente (tipico problema aquiliano), bensì il mancato trasferimento di quel particolare bene, l'informazione economica, che il titolare dell'obbligo avrebbe dovuto mettere a disposizione del pubblico (tipico problema contrattuale o, meglio, "obbligatorio").

L'amministratore di società che redige un bilancio difettoso o il revisore che compie una negligente revisione rispondono nei confronti degli investitori non perché hanno violato l'obbligo *negativo* di astensione dall'attentare all'altrui patrimonio, ma perché non hanno adempiuto all'obbligo *positivo* di rendere una prestazione (la prestazione informativa) alla quale essi erano obbligati vuoi per legge (nel caso di bilancio) vuoi per contratto (nel caso della revisione del bilancio).

Il "rimprovero" aquiliano – cioè la violazione del dovere del *neminem laedere* – è, infatti, per definizione un rimprovero che può essere rivolto da tutti nei confronti di tutti: chiunque, guidando con imprudenza, mi investe per strada, risponde per aver "agredito" la mia sfera giuridica e deve, quindi, ripristinare lo *status quo ante*.

Tutt'al contrario, il "rimprovero" che si rivolge al responsabile nel caso del bilancio illegittimo o della revisione negligente è il rimprovero che può essere rivolto non a

chiunque, ma a *quegli specifici soggetti* tenuti, per legge o per contratto, a trasferire agli investitori quel bene immateriale che è l'informazione.

Queste osservazioni paiono talmente scontate da apparire banali; eppure tanto con riferimento alla responsabilità da bilancio illegittimo, quanto con riferimento alla responsabilità da negligente revisione, l'orientamento fin qui assolutamente prevalente della nostra dottrina è stato quello di qualificare la responsabilità come responsabilità aquiliana.

Probabilmente nella formazione di questa opinione, a mio avviso non corretta, ha giocato il "pregiudizio" di considerare necessariamente extracontrattuale qualsiasi "fenomeno traslativo" che occorra al di fuori di una relazione negoziale diretta. Ed effettivamente, tanto nel caso del bilancio, quanto nel caso della revisione, fra la parte obbligata (l'amministratore o il revisore) a rendere la prestazione informativa e la classe degli investitori (il mercato) destinataria dell'informazione non si dà, né potrebbe darsi, alcuna relazione negoziale diretta.

Eppure, non v'è nessun ostacolo ad ammettere che un certo obbligo possa essere imposto dalla legge proprio a beneficio di una classe indeterminata – ma pur sempre determinabile – di soggetti, ovvero che lo stesso obbligo possa essere assunto in via contrattuale (sia pure di un contratto imposto dalla legge, come nel caso della revisione).

La circostanza che fra l'obbligato a rendere l'informazione obbligatoria e la classe di beneficiari non vi sia alcuna relazione negoziale diretta non esclude affatto che i primi debbano rispondere da inadempimento nei confronti dei secondi se si dimostra che l'obbligo di informazione è imposto dalla legge o assunto per contratto *proprio a beneficio della classe degli investitori*. Ed infatti, delle due l'una: o l'esito di questo accertamento è positivo (l'informazione è imposta *proprio a beneficio degli investitori*), ed allora ne risulta confermata la natura *essenzialmente* «obbligatoria» della responsabilità; ovvero esso è negativo (l'informazione *non* è imposta a beneficio degli investitori), ed allora non ci deve limitare a negare la natura «obbligatoria» della responsabilità, ma bisogna negare la stessa ricorrenza della responsabilità (se la prestazione informativa non è imposta a tutela degli investitori, costoro non hanno alcun "titolo" per riporvi affidamento e, se lo fanno, *imputet sibi*). L'alternativa, insomma, non è fra responsabilità da inadempimento e responsabilità aquiliana, ma fra responsabilità da inadempimento e *ir-responsabilità*.

Ora,

- che tanto l'obbligazione di bilancio, quanto l'obbligazione di revisione del bilancio rispondano *essenzialmente* proprio ad una logica di tutela dell'investitore;
- che il senso ultimo della *mandatory disclosure* sia per l'appunto quello di rendere disponibile al compratore non qualificato informazioni senza le quali lo scambio avente ad oggetto strumenti finanziari sarebbe impossibile (*market failure*);

- che, pertanto, la *mandatory disclosure* rappresenti il "surrogato" legale di quella tutela negoziale *ad hoc* cui soltanto l'operatore qualificato ha accesso;
- che la necessità "ontologica" di una tutela sostitutiva di diritto speciale consegua alla strutturale inapplicabilità di rimedi di diritto comune (garanzia per vizi, annullamento per errore);

tutto questo è proprio quello che si è cercato di dimostrare fin qui. E tutto questo conferma – sotto diverse angolature – che il senso profondo degli obblighi informativi (bilancio e revisione) è proprio quello di far pervenire agli investitori un'informazione sulla quale essi abbiano – si badi bene – il *diritto* di fare affidamento.

È interessante rammentare a questo proposito due vecchie sentenze assunte a non molta distanza l'una dall'altra: la prima è una sentenza della Corte di Cassazione di Roma del 1912 (caso Cines), l'altra è una notissima sentenza della Suprema Corte Americana del 1931 (caso Ultramares).

Con la prima decisione la corte italiana – ribaltando l'orientamento fino ad allora espresso dai giudici di merito – afferma la responsabilità degli amministratori autori di un bilancio illegittimo nei confronti di un investitore deluso attraverso un *iter* motivazionale assai significativo. La circostanza che il bilancio sia soggetto ad obbligo di pubblicità – rileva la corte – testimonia come esso non possa essere trattato come "affare privato" rilevante solo per i soci; al contrario essa testimonia come il bilancio è un documento "destinato" (*de iure* e non *de facto*) al pubblico. In buona sostanza, il dato di diritto positivo della soggezione del bilancio al regime di pubblicità viene considerato un indice della *ratio* dell'obbligo di bilancio il quale, a sua volta, viene correttamente inteso come obbligo imposto dalla legge a tutela degli investitori. La decisione della Suprema Corte di cui stiamo trattando è quella che ha poi indotto il legislatore del 1942 ad inserire una norma *ad hoc* (non presente nel codice di commercio del 1882) sulla responsabilità degli amministratori nei confronti dei terzi: l'art. 2395 (ai sensi del quale gli amministratori rispondono nei confronti dei terzi per "danni diretti"). Ed oggi, allorché si deve affermare la responsabilità degli amministratori per bilancio illegittimo, si cita – un po' acriticamente – quella norma del codice civile, come se il fondamento della responsabilità stesse in quella norma e non invece – come ottimamente dimostrato dalla Corte del 1912 – nel preciso dato testuale (il regime di pubblicità del bilancio) che consente di leggere sistematicamente *l'obbligo di bilancio come un obbligo posto a tutela degli investitori*. In realtà, se, in ipotesi, venisse abrogata la norma che impone la pubblicità del bilancio, sarebbe davvero molto difficile – pur nella persistenza dell'art. 2395 – continuare a sostenere che gli amministratori rispondano per bilancio illegittimo anche nei confronti dei terzi; mentre, al contrario, dinanzi alla norma di pubblicità, la Corte romana non ha avuto alcuna difficoltà ad affermare tale responsabilità, pur quando – nel codice allora vigente – non esisteva una norma quale quella oggi codificata nell'art. 2395.

L'altra decisione di cui si diceva concerne invece un tipico caso di azione di danni intentata, sempre da un investitore deluso, ma questa volta nei confronti dei revisori obbligatori del bilancio. L'esito della decisione, qui, è opposto. La Corte americana nega la responsabilità degli *auditors* nei confronti dei terzi. Non però, perché essa neghi che scopo ("*aim and end*") della revisione obbligatoria sia quello di tutelare gli investitori, ma solo per il timore che una responsabilità generalizzata nei confronti dei terzi potesse aprire il varco ad una responsabilità non più controllabile perché potenzialmente operante "*in an indeterminate amount for an indeterminate amount to an indeterminate class*". Nella corte americana finisce, insomma, col prevalere una preoccupazione di "politica del diritto"; tanto che la motivazione conclude con l'auspicio di un intervento normativo chiarificatore (che sarebbe poi effettivamente intervenuto con le grandi leggi di riforma del mercato finanziario introdotte dopo la grande crisi del 1929: il *Securities Act* del 1933 e il *Securities Exchange Act* del 1934).

Le due decisioni – quella italiana circa la responsabilità degli amministratori per bilancio illegittimo e quella americana circa la responsabilità dei revisori per negligente *audit* – risultano, insomma, assai significative ai nostri fini perché entrambe confermano come l'uno e l'altro istituto (bilancio e sua revisione) rispondano ad una logica di tutela degli investitori; soltanto che la prima – che si mostra, paradossalmente, più "moderna" – non teme di trarre da questa giusta premessa la coerente conseguente della sanzione di responsabilità nei confronti dei terzi investitori per l'obbligato che adempie negligenzemente la prestazione informativa, mentre la seconda – più prudente – esclude la responsabilità nei confronti del mercato, auspicando un intervento normativo chiarificatore in materia.

In realtà, che anche l'obbligo di revisione del bilancio sia posto a tutela, prima ancora della società revisionata, del pubblico degli investitori è circostanza che – quanto al nostro attuale sistema normativo – può agevolmente desumersi da una miriade di indizi di diritto positivo. Fra i tanti mi pare opportuno citare in questa sede non solo quello desumibile dall'identico regime di pubblicità previsto per il bilancio (anche l'*opinion* dei revisori deve essere resa pubblica, così testimoniandosi che non si tratti di "affare privato" fra società e revisori ma di un "affare" che coinvolge, *de iure* e non *de facto*, anche i terzi), ma soprattutto quello desumibile dalla riformulazione della norma che sanziona la responsabilità dei revisori operata in occasione della riforma del diritto societario. Ebbene: la norma tradizionale stabiliva la responsabilità dei revisori nei confronti della società e nei confronti dei terzi per l'inadempimento dei loro doveri e per altri fatti illeciti (art. 164, TUF, riproduttivo dell'art. 12, d.pr. 136/75: "*i responsabili della revisione sono responsabili per i danni conseguenti da propri inadempimenti o da fatti illeciti nei confronti della società .. e nei confronti dei terzi danneggiati*"); la norma riformulata in occasione della riforma del diritto societario ha invece eliminato il riferimento ai fatti illeciti (art. 2409-sexies c.c.: "*i soggetti incaricati del controllo contabile ... sono responsabili nei confronti della società, dei soci e dei terzi per i danni derivanti dall'inadempimento ai loro doveri*"), così chiarendosi che anche la responsabilità dei revisori rispetto ai terzi non è affatto una responsabilità da fatto illecito, bensì una responsabilità da violazione di obblighi specifici.

Questa – mi pare – è la più evidente conferma testuale della correlazione funzionale fra gli obblighi di revisione assunti dai revisori per contratto e la destinazione (*de iure* e non *de facto*) della prestazione informativa proprio a beneficio degli investitori. Se l'obbligo di revisione non fosse posto essenzialmente a tutela degli investitori, prevedere che dalla sua violazione ne consegue una responsabilità nei confronti dei terzi sarebbe, all'evidenza, sistematicamente insensato.

5. L'informazione volontaria al mercato: revisione volontaria e agenzie di rating.

L'obbligo di bilancio, così come l'obbligo di revisione del bilancio sono entrambi imposti dalla legge, seppure con tecniche diverse. Nel primo caso, la legge individua direttamente il soggetto obbligato: la società ovvero gli amministratori attraverso cui essa agisce; nel secondo caso, invece, la legge si limita ad imporre alla società di concludere un contratto per il conferimento dell'incarico di revisione. In questo secondo caso, pertanto, l'obbligo è, sì, assunto *ex contractu*, ma il contratto è, a monte, imposto *ex lege*.

Così stando le cose, si comprende facilmente la ragione per la quale la verifica circa il "senso ultimo" di tali obblighi (bilancio e revisione) – e, segnatamente, circa la loro riconducibilità ad una logica di tutela dell'investitore – postulasse l'adeguata interpretazione della legge che direttamente o indirettamente li istituisce.

Esistono, però, prestazioni informative al pubblico del tutto slegate da obblighi di legge e, quindi, effettivamente spontanee. Si pensi, ad esempio, ai due seguenti casi paradigmatici:

- (i) revisione *volontaria* del bilancio ovvero revisione svolta sulla base di un incarico contrattuale conferito pur quando la legge non lo impone (oggi, dopo l'estensione dell'obbligo di revisione a tutte le società per azioni, quotate e non, i casi di revisione non obbligatori sono – in realtà – residuali);
- (ii) valutazione di solvibilità con conseguente attribuzione di un certo punteggio eseguita da apposite *agenzie di rating* sulla base, anche in tal caso, di incarichi del tutto volontari conferiti dagli stessi emittenti (esiste invero anche un caso, ma si tratta di fattispecie isolata, in cui il *rating* è invece imposto *ex lege*; art. 2, comma 4°, L. n. 130/1999: "nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi").

Poiché in tal caso la prestazione informativa è resa non in forza di un obbligo (direttamente o indirettamente) legale, bensì in forza di un contratto del tutto libero, oggetto di interpretazione non può che essere lo stesso contratto.

La domanda che ci si deve porre è pertanto la seguente: può ritenersi che «scopo e senso» del contratto di revisione volontaria ovvero di valutazione comparativa di merito di credito (quella compiuta dalle agenzie di *rating*) sia per l'appunto quello di destinare la prestazione informativa che ne è oggetto proprio a beneficio degli investitori? In termini più generali: a quali condizioni ovvero al ricorrere di quali circostanze può ritenersi che la prestazione informativa che A richiede a B sia, secondo la volontà delle parti, destinata a beneficio di terzi (gli investitori)?

Mi pare che possa risponderci a tale domanda utilizzando lo stesso *iter motivazionale* adoperato dalla Corte romana nel caso Cines: se il contratto stabilisce che la prestazione informativa – del revisore volontario ovvero dell'agenzia di *rating* – debba essere "messa a disposizione del pubblico" (in senso atecnico: pubblicata), ciò vuol dire che il committente non chiede l'informazione per sé (per farne un uso diretto), ma ha invece un qualche interesse che quell'informazione pervenga a terzi.

La circostanza che il contratto preveda la messa a disposizione del pubblico è certamente una spia assai eloquente, ma – a ben guardare – è l'intero scopo e senso del contratto di revisione volontaria ovvero di quello di *rating* finanziario a deporre nella stessa identica direzione.

Perché mai una società ricorre ad una revisione (volontaria)? Perché mai una società richiede il *rating* dei propri strumenti finanziari?

Di certo non è essa stessa a voler utilizzare in via diretta il giudizio di bilancio ovvero il giudizio di solvibilità finanziaria. Piuttosto la società è interessata a che quell'informazione pervenga nelle mani degli investitori affinché essi siano "indotti" ad investire negli strumenti finanziari della società. La società che incarica i revisori o l'agenzia di *rating* trae, invero, beneficio non direttamente dall'informazione che la controparte contrattuale dovrà rendere al pubblico (al mercato), bensì indirettamente dal maggiore *appeal* che i propri strumenti finanziari riscuoteranno fra gli investitori. La società che incarica i revisori ovvero l'agenzia di *rating* non avrebbe alcun interesse nel contratto di revisione o nel contratto di *rating* se essa fosse costretta a, per così dire, tenersi nel cassetto il prodotto finale (la prestazione informativa) della propria controparte: l'interesse che essa, social-tipicamente, deduce in contratto è per l'appunto quello alla diffusione presso i suoi potenziali "clienti" (gli investitori) di quella prestazione informativa che essa, proprio per questo, decide di remunerare.

I revisori volontari ovvero le agenzie di *rating* che accettano – contro corrispettivo – di adempiere alla prestazione informativa loro commessa hanno, ovviamente, piena consapevolezza della circostanza che essa è destinata al mercato; essi non possono, quindi, eccepire l'estraneità al contratto dei terzi investitori per resistere alle loro eventuali pretese risarcitorie. Ed invero i terzi investitori non sono affatto estranei al contratto, se l'intero scopo e senso del contratto consiste proprio nella destinazione a loro beneficio della prestazione informativa e se – vera e propria prova del nove di tale destinazione – gli informanti (revisori volontari e agenzie di *rating*) accettano che la loro informazione sia *resa pubblica*.

Tanto i revisori volontari, quanto le agenzie di *rating* non rendono pubblica la loro prestazione per via di una loro generosa elargizione: essi rendono la loro prestazione in forza di un incarico (solitamente) ben retribuito. Allorquando essi accettano l'incarico e pattuiscono il corrispettivo per una prestazione informativa che essi sanno essere – e accettano che sia – destinata al pubblico, sono posti in grado di "tradurre in prezzo" i rischi che ne conseguono. Non possono, quindi, trincerarsi dietro la difesa dell'estraneità dei terzi al contratto, per andare esenti da responsabilità. I terzi sono, infatti, sì, terzi al contratto per regola generale; ma non quando ad "inserirli" all'interno dell'assetto di interessi regolato in contratto siano proprio le parti. Ed una volta che le parti abbiano "inserito" i terzi nel contratto al momento genetico della definizione dell'assetto degli interessi, non possono poi decidere di "toglierli" al momento patologico dell'inadempimento solo perché quello "inserimento" non è più per loro conveniente.

Tanto i revisori volontari, quanto le agenzie di *rating* (contrariamente a quanto da loro sostenuto in occasione dello scandalo *Enron*) non rendono la loro informazione a mo' di "libera manifestazione del pensiero" (*freedom of speech*). L'informazione che revisori volontari o agenzie di *rating* mettono a disposizione del mercato è, sì, volontaria, nel senso che manca, in tali casi, un obbligo di legge; ma non è, affatto, un'informazione spontanea o generosa. Revisori volontari e agenzie di *rating* hanno assunto un preciso obbligo informativo ed hanno anche pattuito l'adeguato compenso.

La responsabilità nei confronti dei terzi di coloro che rendono informazioni al pubblico, sì volontarie (leggi: non imposte *ex lege*), ma pur sempre dovute a termini di contratto, è, quindi, una *responsabilità da inadempimento*, né più né meno di quella cui sono soggetti i titolari dell'obbligazione di bilancio ovvero i titolari dell'obbligazione di revisione (obbligatoria) del bilancio.

Il caso dei revisori volontari e quello delle agenzie di *rating* rappresentano, a ben guardare, casi paradigmatici di una figura generale che va acquisendo sempre maggiore importanza in un mercato sempre più globale e sempre più specializzato ove all'offerente di beni fungibili (nel caso del mercato finanziario, beni paramonetari) non si contrappone l'operatore professionale che intrattiene una trattativa singola, ma il consumatore (nel caso del mercato finanziario, investitore): la figura del «certificatore volontario di qualità».

Il revisore volontario o l'agenzia di *rating* certificano (con diverse modalità e sotto diverse angolature) la "qualità" di quella particolare merce «strumenti finanziari», ma la loro responsabilità appare in tutto e per tutto analoga anche a quella di quelle società specializzate che certificano, ad esempio, la natura "biologica" degli ingredienti di un certo bene fungibile (si pensi alla certificazione "demeter" apposta ad alcuni alimenti) ovvero la qualità professionale di imprese di servizi (si pensi alla certificazione UNI EN ISO 9001:2000 apposta, ora, anche agli studi legali). Tutti questi certificatori volontari attribuiscono il loro "visto di qualità" ad un certo prodotto e lo fanno non per "rassicurare" il produttore, bensì per "rassicurare" i clienti. Lo schema causale (ovvero: l'assetto degli interessi) del contratto fra il soggetto che richiede la certificazione e il soggetto che la appone è sempre lo

stesso: il committente la prestazione informativa circa la qualità o affidabilità di un certo bene ha interesse a che tale informazione sia destinata a beneficio dei propri clienti, giacché egli conta di poter incrementare i propri guadagni grazie al maggiore *appeal* dei propri beni; il certificatore volontario che, accetta di mettere a disposizione del pubblico la sua prestazione e che, addirittura, accetta (o pretende) che il suo nome o il marchio di "qualità" sia apposto fisicamente al prodotto (quando ciò è possibile), è perfettamente consapevole che l'informazione (il "visto di qualità") gli vien chiesta *proprio a beneficio dei terzi* e, quindi, quando pattuisce il corrispettivo è posto in grado di graduare la propria responsabilità in funzione dei rischi che assume.

6. L'effettività della tutela: la market failure nella fase patologica. Quale rimedio?
(Class actions, sanzioni amministrative, sanzioni penali)

L'imposizione di obblighi informativi a beneficio degli investitori – vero e proprio cuore del diritto dei mercati finanziari ed anzi *condicio sine qua non* della loro esistenza – rappresenta, come si è visto, una risposta "efficiente" alla *market failure* ovvero alla strutturale incapacità dell'autonomia privata di trovare una soluzione adeguata alla strutturale insostenibilità dei costi di produzione/verifica dell'informazione da parte dell'investitore di massa. La *mandatory disclosure* consente infatti quella socializzazione indiretta dei costi di informazione grazie alla quale diviene possibile lo scambio avente ad oggetto quei particolari beni paramonetari quali sono, per l'appunto, gli strumenti finanziari.

Se, però, la *mandatory disclosure* risolve adeguatamente la *market failure* nella «fase fisiologica» dell'accesso al mercato dei capitali, essa risulta invece strutturalmente inidonea a risolvere l'ulteriore *market failure* che emerge, in termini assolutamente analoghi, nella «fase patologica» di un cattivo funzionamento del mercato: nell'ipotesi, cioè, che il soggetto obbligato a rendere l'informazione a disposizione del pubblico, violi l'obbligo rendendo un'informazione viziata o omettendo di dare l'informazione dovuta.

La *mandatory disclosure* rende, infatti, il redattore del bilancio ovvero il revisore obbligatorio ovvero il redattore di un prospetto informativo *direttamente responsabile nei confronti del mercato* ovvero nei confronti di ciascun investitore che dimostri di aver subito un pregiudizio per aver confidato (com'è suo «diritto») nell'informazione difettosa. Ma così come l'investitore di massa non poteva permettersi, in proprio, i costi «sostanziali» di accesso all'informazione (dove la reazione normativa dell'imposizione *ex lege* di obblighi informativi), per la stessa identica ragione, egli non può permettersi di sostenere, in proprio, i costi «processuali» per far valere la sua pretesa: per un investitore di massa che abbia investito 10 in uno strumento finanziario e che abbia subito un danno di 5 per via di uno scorretto funzionamento della *mandatory disclosure* (bilancio illegittimo, revisione negligente, prospetto informativo ingannevole), non ha senso sostenere costi legali per 20. L'analisi costi/benefici condanna alla (sostanziale) ineffettualità la pretesa risarcitoria che il diritto sostanziale pur attribuisce all'investitore di massa.

Insomma: se la *mandatory disclosure* risolve adeguatamente il problema dell'inaccessibilità dell'investitore di massa ai costi di produzione/verifica dell'informazione – cd. *market failure* "sostanziale" –, resta tuttavia ancora da risolvere l'analogo problema dell'inaccessibilità dell'investitore di massa al costo del giudizio volto a rendere *effettuale* la tutela – cd. *market failure* "processuale".

È, infatti, evidente che senza un suo *pendant* sul versante processuale (fase patologica) la tutela sostanziale della *mandatory disclosure* (fase fisiologica) è destinata a restare una tutela solo "retorica".

La casistica ne è la testimonianza più eloquente.

Le sole circostanze in cui la *mandatory disclosure* trova ingresso nelle aule del tribunale sono quelle in cui ad assumere l'iniziativa non è l'investitore di massa, bensì quel soggetto che eccezionalmente dispone di una "legittimazione esponenziale" di micro-interessi: il curatore fallimentare o amministratore straordinario.

L'azione concorsuale di massa è, invero, nel nostro ordinamento l'unico istituto che consente una "socializzazione indiretta" dei costi del processo e che consente, pertanto, per tale via, anche all'investitore di massa l'accesso all'*enforcement* (tutela processuale) della sua pretesa sostanziale.

L'azione concorsuale consente, però, tale socializzazione indiretta soltanto in un caso-estremo: quello della bancarotta dell'emittente, allorquando, per definizione, la riparazione del danno per l'investitore risulterà normalmente deficitaria (ovviamente: in misura maggiore per l'investitore in capitale di rischio e in misura minore per l'investitore in capitale di debito).

In ogni altro caso in cui, invece, la violazione della *mandatory disclosure* non precede la bancarotta dell'emittente, il problema dell'inaccessibilità dell'investitore di massa ad uno strumento che gli consenta di socializzare i costi del processo riemerge in tutta la sua portata.

Si pensi al recente caso *Freedomland*, per certi aspetti più grave di quello *Parmalat*: azioni sono state vendute nell'ambito del collocamento in borsa (IPO) ad un prezzo esorbitante anche in forza di informazioni (nella migliore delle ipotesi) gravemente lacunose; a dispetto di un successivo crollo impressionante del valore delle azioni, la società non è però fallita e non s'è, quindi, resa possibile quella socializzazione dei costi del processo che, nel nostro ordinamento, solo le azioni concorsuali consentono. Ebbene: a quanto consta, nessun investitore ha mai intrapreso azioni legali contro gli amministratori, i revisori, i sindaci, le banche di affari che hanno sponsorizzato il collocamento in borsa.

Questa è la riprova più evidente della *market failure* "processuale": ciascun investitore dispone, sì, della pretesa sostanziale risarcitoria che gli viene attribuita dal diritto della *mandatory disclosure*, ma l'analisi costi/benefici "condanna" tale tutela all'ineffettualità.

Quale allora la soluzione al problema?

Provo ad abbozzare alcune ipotesi di risposta ad un interrogativo così impegnativo.

1. Rimedi (processual)civilistici: l'azione di classe. Mi pare, innanzitutto, auto-evidente – proprio alla luce di quanto si è appena rilevato – come una più efficiente tutela degli investitori non potrà derivare (se non marginalmente) da un incremento della *tutela di tipo sostanziale* (come pure viene auspicato da coloro che propongono, ad es., moltiplicazione degli obblighi informativi di *disclosure*; rafforzamento dei requisiti di indipendenza di gestori e controllori; moltiplicazione dei controlli; rafforzamento della tutela "corporativa" delle minoranze mediante l'attribuzione del potere di designare anche membri dell'organo gestorio). L'incremento della *tutela sostanziale* non risolve il problema dell'*ineffettualità*: se non v'è un meccanismo che renda *effettiva* la norma sostanziale allorché questa viene violata (rischio ovviamente non eliminabile), la norma sostanziale è *tamquam non esset*. Quale efficacia deterrente possono avere requisiti di indipendenza estremamente rigorosi ovvero obblighi di *disclosure* portati al massimo grado (...la disinformazione per eccesso di informazione!), se poi non v'è un meccanismo che sanzioni in modo "adeguatamente doloroso" i responsabili di una loro violazione (con ciò intendendosi non tanto o non solo le persone fisiche, ma soprattutto le società – revisori, banche d'affari, agenzie di *rating* – che esse rappresentano)? Forse che – con norme che impongano ai revisori e/o alle agenzie di *rating* rigorosi requisiti di indipendenza ovvero che impongano la *disclosure* delle loro relazioni negoziali "collaterali" (rispetto al contratto di revisione e/o *rating*) – avremo dei revisori e/o delle agenzie di *rating* più affidabili? o non è forse vero che la migliore garanzia di affidabilità è quella "attivata" da un *adeguato meccanismo sanzionatorio della responsabilità* nei confronti del mercato? Deve, quindi, ribadirsi: interventi normativi che operino soltanto sul piano *sostanziale* risultano meri interventi retorici o "populistici" (per riprendere la metafora dell'esordio: non si manda in galera il colpevole, ma un mero capro espiatorio). Se si vuole davvero rafforzare la tutela degli investitori, bisogna operare sul piano della *effettività* della (già esistente) tutela sostanziale. Un rafforzamento della tutela degli investitori "all'altezza" del problema della *effettività* potrebbe, invero, derivare dall'introduzione di un equivalente dell'azione concorsuale (fallimentare) anche per le violazioni della *mandatory disclosure* che non precedono il fallimento. Si tratterebbe, cioè, di valutare se non sia possibile introdurre anche in Italia, con adeguati correttivi, l'istituto statunitense della *class action* (per inciso: non si comprende se, con l'art. 42 del disegno di legge sulla protezione del risparmio, il Governo abbia inteso far riferimento ad un istituto del genere, ma parrebbe di no). L'azione di classe rappresenta, infatti, l'unico sistema che – attraverso la socializzazione dei costi del giudizio – consente di risolvere adeguatamente il problema di quella che abbiamo chiamato la *market failure* "processuale". È poi certamente vero che, anche negli Stati Uniti, le azioni di classe sono oggi oggetto di forti critiche, ma è anche è indubbio che, in quell'ordinamento, le *securities class actions* (le azioni di classe per violazione di obblighi di informazione a tutela degli investitori) spiegano certamente una sicura efficacia deterrente rispetto a tutti

coloro che sono tenuti alla *mandatory disclosure* (amministratori, revisori, banche d'affari, et cetera).

Si potrebbe pensare, in particolare, ad una disciplina italiana di azione di classe così schematicamente strutturata:

- (i) il potere di iniziativa per l'accertamento giudiziale della sussistenza di una *potenziale responsabilità civile di un emittente (quotato) nei confronti di una serie indeterminata di investitori in identiche condizioni* (ovvero: «accertamento della classe») potrebbe essere attribuito, anche su sollecitazione del singolo investitore, alla *Authority* di vigilanza (l'*Authority* fungerebbe, quindi, da filtro per la verifica di serietà delle iniziative eventualmente sollecitate dagli investitori);
 - (ii) all'accertamento giudiziale dovrebbero conseguire i seguenti effetti: perdita di legittimazione diretta all'azione di danni da parte del singolo (potenziale) creditore/membro della classe; nomina del curatore dell'azione di classe (entro una categoria professionale sottoposta, in ipotesi, a controllo da parte della stessa *Authority* di vigilanza sui mercati); facoltà di ciascun membro della classe di insinuarsi nella classe entro un certo termine (il tutto secondo una disciplina analoga *mutatis mutandis* a quella già da noi vigente con riferimento alle azioni concorsuali nei confronti del fallito);
 - (iii) i costi legali dell'azione di classe sarebbero, quindi, sostenuti dalla "procedura" (così come i costi di una revocatoria fallimentare).
2. Rimedi amministrativi: sanzioni pecuniarie gestite dall'*Authority*. Anche alla luce delle difficoltà di una adeguata tutela di micro-interessi diffusi limitata al profilo civilistico della riparazione del danno, un secondo fronte di intervento potrebbe essere quello di adeguate sanzioni amministrative. Si potrebbe, in particolare, attribuite all'*Authority* di vigilanza sui mercati finanziari lo stesso potere di irrogare, per eventuali violazioni della *mandatory disclosure*, le stesse sanzioni amministrative "dolorose" di cui già oggi gode l'Autorità Antitrust. ("dolorose" significa davvero significative come quelle previste dalla L. n. 287/90 e non assolutamente irrisorie quali quelle previste dal Testo Unico della Finanza). La violazione della *mandatory disclosure* avrebbe, quindi, una duplice e concorrente rilevanza: civilistica (ai fini della proposizione di azioni di danni nella forma di azioni di classe) e amministrativistica (ai fini dell'irrogazione di adeguate sanzioni amministrative pecuniarie). Le sanzioni pecuniarie potrebbero, peraltro, confluire in un apposito fondo istituzionalmente destinato a finanziare l'attività stessa dell'*Authority* di vigilanza, ivi inclusa quella collegata all'attivazione delle azioni di classe di cui s'è sopra detto (i cui costi legali, pertanto, verrebbero finanziati non dalla fiscalità generale, ma - indirettamente - dalle stesse società quotate).

3. Sanzioni penali. Un terzo fronte di intervento potrebbe, infine, essere quello del diritto punitivo. Naturalmente, la tutela penale è in grado di esercitare adeguatamente una funzione deterrente soltanto se non resta lettera morta nelle mani di una giustizia inefficiente. Serve a poco sanzionare penalmente l'informazione fraudolenta al mercato, se poi il risparmiatore non vede punito chi ne è risultato responsabile. L'*insider trading*, ad esempio, costituisce reato nel nostro ordinamento, ma a quanto consta i casi di sentenze di condanna si contano sulle punte delle dita. L'introduzione di nuove fattispecie criminosi – il nuovo reato di *market abuse* – è, quindi, sicuramente auspicabile, ma essa può risultare utile solo se avrà una sorte diversa rispetto a quella fin qui toccata al reato di *insider trading*.

**TUTELA DEL RISPARMIO
LA RESPONSABILITA' CIVILE PER LA DIFFUSIONE DI NOTIZIE NON
VERITIERE CHE DANNEGGIANO I RISPARMIATORI**

S.E. Dott. Silvio Pieri
Primo Presidente Onorario
Suprema Corte di Cassazione

1. I casi Cirio e Parmalt hanno reso scottante attualità il problema della tutela del risparmio; problema non nuovo, ma, che per il carattere particolare di questi scandali, che hanno coinvolto una massa molto ingente di piccoli risparmiatori – è divenuto più importante e più urgente.

La mia intenzione era quella di commentare, in questa relazione, il testo della nuova legge sulla tutela del risparmio di cui da moti mesi si parla. Ma, nel momento in cui scrivo, non solo la legge non è stata approvata, ma neppure si prevede se e quando lo sarà, e quale sarà l'eventuale suo testo definitivo. Devo quindi per forza di cose limitarmi a prendere in considerazione la normativa vigente, ed a controllare se e dove essa presenti delle lacune o dei difetti che riguardino il tema specifico della responsabilità civile, e quindi del risarcimento dei danni arrecati ai risparmiatori dalla diffusione di notizie false.

2. Il problema della tutela del risparmio è strettamente connesso con quello della veridicità delle informazioni che vengono fornite al pubblico circa la situazione economico-finanziaria delle società che mettono sul mercato obbligazioni od azioni, e quindi sulla sicurezza dei relativi investimenti. Queste informazioni possono essere di tipo e carattere notevolmente diversi, a seconda dei soggetti che le forniscono, del contesto in cui sono comunicate, e del loro carattere obbligatorio o facoltativo. In relazione a questa diversità di situazioni in cui le informazioni si collocano, il problema della responsabilità civile per i danni eventualmente arrecati ai risparmiatori può assumere connotati diversi.

Occorre in primo luogo considerare i soggetti che forniscono o diffondono le informazioni di cui si tratta. Possono essere amministratori o rappresentanti, o comunque esponenti delle società quotate in borsa; ovvero promotori finanziari ed agenti di cambio che mirano a convincere i loro clienti a compiere determinati investimenti; o ancora funzionari di banche interessate al collocamento di azioni od obbligazioni che hanno sottoscritto con operazioni di massa, e che intendono trasferire alla clientela. Sono poi assai frequenti i consigli sulle operazioni di borsa ed in genere sugli investimenti dati genericamente ai lettori od agli ascoltatori dai mass-media (in particolare, i giornali, le radio e le televisioni specializzate); consigli e suggerimenti a volte forniti spontaneamente, dimenticate le agenzie di *rating*, che attribuiscono alle società ed agli enti economici – e addirittura anche ai Governi ed agli Stati – delle qualifiche e dei punteggi in tema di sicurezza e solvibilità.

Le informazioni in questione possono essere esatte o inesatte, al limite possono essere del tutto false. Se sono esatte, *nulla quaestio*. L'eventuale inesattezza o falsità può essere dovuto a dolo, nel caso in cui si forniscano informazioni false allo scopo preciso di avvantaggiare sé stessi od altri danneggiando altri soggetti; in questo caso ci si muove nell'ambito delle responsabilità penali, di cui non mi occupo in questa sede; la responsabilità civile per il risarcimento dei danni cagionati ai terzi è legata all'accertamento della responsabilità penale. Possono poi essere dovute a colpa, se siano fornite o diffuse per negligenza (laddove non siano stati effettuati i deboli controlli, ad es: sui bilanci *prima facie* dubbi, o per incapacità di effettuare corrette analisi e previsioni sulla situazione delle società e sull'andamento in borsa dei relativi titoli azionari od obbligazionari. Possono infine essere dovute ad inosservanza di disposizioni di legge laddove si tratti di informazioni che devono essere obbligatoriamente fornite, e delle quali la legge impone la correttezza e la veridicità.

Ancora, le notizie fornite possono essere obbligatorie (quelle disciplinate dalla legislazione speciale, come ad es, le relazioni e le informazioni che le società quotate in borsa devono indirizzare alla Consob) o volontarie, e cioè diffuse in aggiunta a quelle imposte dalla legge (ad es, dichiarazioni verbali rilasciate nel corso di riunioni formali, come quelle dei consigli d'amministrazione, o informali, come le interviste, le conferenze stampa e così via).

In tutti questi casi, se le notizie diffuse non sono veritiere, ed hanno danneggiato degli investitori, può sorgere un problema di responsabilità civile e di conseguente obbligo di risarcimento danni.

Per quanto concerne il contesto in cui si inserisce la diffusione delle notizie, si può concordare che informazioni possono essere fornite genericamente, a tutto il pubblico, in *incertam personam*, senza che vi siano state particolari richieste (è il caso di molte notizie pubblicate dai mass-media, nonché di quelle fornite dalle agenzie di *rating* e delle informazioni di carattere giornalistico); possono essere fornite al tempo stesso al pubblico generico e a singole persone che hanno richiesto informazioni e giudizi ed abbiano proposto specifici quesiti (è ciò che avviene sia sulla stampa, specie specializzata, che nelle rubriche radiofoniche o televisive, in cui, pubblicamente, si risponde alle domande di singoli lettori od ascoltatori. Le notizie possono poi essere chieste e fornite nel quadro di un rapporto fiduciario (è il caso dei consigli e delle informazioni relative ad investimenti o disinvestimenti forniti da funzionari di banca ai clienti della banca stessa, o da agenti di cambio o promotori finanziari a loro clienti, ed ancora nel quadro di un rapporto contrattuale specifico (si pensi ai gestori di patrimoni altrui). Infine, vi sono notizie che devono per disposizione di legge, essere comunicate a soggetti determinati (es: notizie sui bilanci che devono essere comunicate ai soci delle società o alla Consob).

3. Tutto ciò premesso, è agevole rilevare che non sorgono particolari problemi nel caso di violazione da parte di colui che ha fornito o diffuso notizie false di norme penali: la responsabilità per danni dell'autore del reato è ovvia e discende direttamente dal principio generale dell'art. 2043 c.c.; questa responsabilità può essere perseguita dai danneggiati anche attraverso la costituzione di parte civile nel giudizio penale. Neppure sorgono problemi particolarmente delicati nell'ipotesi in cui colui che fornisce le informazioni lo faccia in adempimento di un impegno contrattuale, o nel corso delle trattative per la conclusione di un contratto: la responsabilità civile che potrà sorgere laddove si producano danni ha carattere contrattuale, ed è la conseguenza della violazione dei doveri derivanti dai contratti stessi. Se un cliente si rivolge ad una banca, o ad un promotore finanziario, annunciando di avere delle somme da investire e chiedono consigli e suggerimenti specifici, è chiaro che ha diritto di pretendere che non gli vengano fornite informazioni false. Il discorso potrà essere diverso se siano chieste dal cliente all'informatore notizie generiche sull'andamento del mercato e sulle relative previsioni; in questi casi, restandosi sempre nell'ambito della responsabilità contrattuale, si dovrà valutare caso per caso la natura dei doveri che l'informatore aveva assunto per contratto, e la sussistenza di una violazione dei doveri stessi.

Neppure sembra possano porsi dei problemi in relazione alle valutazioni ed ai "punteggi" assegnati e diffusi dalle agenzie di *rating*. Agenzie del genere non esistono in Italia, anche se le valutazioni delle agenzie siano viziate da intenti truffaldini, le agenzie, ancorché non aventi sede in Italia, potranno essere perseguite penalmente, e, di conseguenza, anche civilmente. Negli altri casi, temo che sarà assai difficile far accettare una responsabilità civile per le ipotesi di semplice colpa, in relazione a fatti commessi all'estero da soggetti esteri, in relazione ad una materia per cui non esiste una disciplina legislativa italiana.

I problemi più seri riguardano gli altri casi, diversi da quelli delle agenzie di *rating*, in cui le notizie sono fornite da rappresentanti delle società emittenti degli strumenti finanziari, genericamente, al pubblico, e non ad un interlocutore determinato, ed al di fuori di ogni legame di tipo contrattuale. In tal caso, per giungere all'affermazione di una possibile responsabilità civile, occorre verificare se esista un generale dovere di veridicità, completezza e chiarezza delle informazioni che vengono fornite e diffuse; dovere da considerarsi —come si è sostenuto in dottrina— come derivante da una sorta di clausola generale applicabile ad ogni notizia che si comunichi al mercato finanziario.

4. I problemi più interessanti e delicati sorgono dunque in relazione ai comportamenti delle c.d. "società aperte", e cioè delle società che emettono strumenti finanziari quotati in borsa o diffusi in misura rilevante, o che in genere fanno appello al risparmio pubblico.

Le società in questione diffondono largamente informazioni *in incertam personam*, senza cioè che vi siano specifiche richieste da parte di soggetti che desiderano

averle e senza che si possano identificare dei destinatari specifici delle notizie stesse. Ci si riferisce con ciò ai documenti sociali ad ampia circolazione: innanzitutto i bilanci, ma anche i prospetti informativi, gli altri documenti informativi di vario genere, le relazioni, le circolari, gli annunci pubblicitari, gli studi, le dichiarazioni verbali o scritte di amministratori della società, le interviste giornalistiche e radiofoniche, etc.

Una parte della dottrina commercialistica ha ritenuto di dover includere il danno che può essere provocato dalla diffusione nel mercato finanziario di queste informazioni nella categoria dei c.d. "danni meramente patrimoniali". Questi non sarebbero risarcibili, e sarebbero ipotizzabili nei casi in cui non è possibile contestare la lesione di un diritto soggettivo o di un altro bene giuridicamente protetto, o la violazione di impegni contrattuali, o di obblighi che comunque siano fondati sulla legge. Questa nozione si fonda sulla concezione di un sistema di responsabilità civile caratterizzato dalla rigida tipicità delle situazioni giuridiche soggettive protette dall'ordinamento; in sostanza, secondo questa concezione, i danni, per essere risarcibili, devono essere specificatamente ed espressamente previsti dalla legge, e in mancanza di ciò non esiste risarcibilità. Nel caso che qui interessa, ci si troverebbe, appunto, di fronte a danni a cui non corrisponde alcuna posizione giuridica protetta del danneggiato, e quindi non risarcibili.

Questa tesi è respinta dalla dottrina più diffusa ed attenta, (dottrina la cui opinione a me sembra più convincente, oltreché moralmente più accettabile), che ricollega il danno, in queste situazioni, alla violazione delle disposizioni in tema di "trasparenza" prevista dal codice civile e dal testo unico della finanza. In sostanza, si rileva, la legge impone doveri di chiarezza, veridicità e correttezza nella diffusione di informazioni, dalla cui violazione può derivare la responsabilità (cfr BRUNO, L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 1287 e sgg.).

I seguaci di questa dottrina osservano che il danno meramente patrimoniale, per definizione, non deve derivare dalla violazione di obblighi di legge, mentre invece la violazione della legge è proprio il presupposto del danno conseguente alla diffusione, nei casi qui ipotizzati, di notizie false, lacunose o scorrette. Il legislatore, con tutto un complesso di disposizioni, ha stabilito infatti l'obbligo della trasparenza imponendo alle società "aperte" il dovere di fornire informazioni, il cui contenuto è specificamente e dettagliatamente disciplinato; gli investitori devono poter valutare la situazione patrimoniale, economica e finanziaria delle società che emettono titoli idonei alla circolazione, il cui prezzo di mercato corrisponde alle previsioni del pubblico in generale, formulate sulla base delle informazioni che al pubblico stesso sono offerte. La trasparenza non è prevista in favore dei singoli soggetti, ma a tutela del mercato finanziario astrattamente inteso; i destinatari delle informazioni non sono identificati od identificabili a priori, in quanto le informazioni sono indirizzate "al mercato", che è per definizione una struttura aperta, in cui non possono essere definiti preventivamente né la qualità ed il numero dei negozi che saranno conclusi, né l'identità dei contraenti. I soggetti che beneficiano delle informazioni corrispondono agli investitori attuali e

potenziali, e quindi alla generalità dei consociati. E' il mercato che valuta, impersonalmente, le informazioni e formula il prezzo degli strumenti finanziari; i singoli soggetti che concretamente effettuano le operazioni di investimento o di disinvestimento possono non aver avuto alcuna conoscenza diretta delle informazioni in questione, ma in ogni caso risentono delle valutazioni che il mercato ha fatto a riguardo, che si ripercuotono direttamente sui prezzi. In questa situazione, non è identificabile un rapporto obbligatorio tra i soggetti che emettono le informazioni ed i singoli investitori, neppure sotto il profilo della buona fede; la responsabilità nasce solo dalla violazione di disposizioni di legge, e non ha natura contrattuale o precontrattuale, ma aquiliana.

Questa opinione, che è attualmente nettamente prevalente in dottrina, appare preferibile. La responsabilità originata dalla diffusione, all'infuori di ogni vincolo contrattuale o dalle trattative specifiche per la stipulazione di un contratto, di informazioni false o non corrette non può che essere di natura aquiliana; il danno che si produce – la diminuzione patrimoniale subita dai risparmiatori – è *ingiusto* – come previsto dall'art. 2043 c.c. – in quanto consegue alla violazione di disposizioni di legge che impongono la diffusione di informazioni rispondenti al vero, chiare, non lacunose e corrette, a tutela del pubblico risparmio.

La legge impone dunque alle società "aperte" di diffondere informazioni, chiaramente precisate nel loro contenuto, nel rispetto di criteri di diligenza ugualmente specificati (veridicità, correttezza, chiarezza, completezza) a tutela di coloro che devono decidere, presentandosi sul mercato, se compiere o no operazioni di investimento o di disinvestimento. Queste disposizioni sono contenute in parte nel codice civile (si pensi, ad es: alle norme relative alla redazione dei bilanci, del conto economico e dello stato patrimoniale, ed alle norme penali sulle false comunicazioni sociali), e soprattutto nel decreto legislativo 24-2-1998 n. 58, che contiene il "Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", nel cui art. 5 testualmente si legge che "*la vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte (della legge) ha per scopo la trasparenza e correttezza dei comportamenti e la seria e prudente gestione dei soggetti abitabili, avendo riguardo alla tutela degli investitori ed alla stabilità, alla competitività ed al buon funzionamento del sistema finanziario*". Questi concetti sono ribaditi negli artt. 21, 63, 67, 74, 78 e 91; in tutta la sezione dedicata alle sollecitazioni all'investimento (artt. da 94 a 112), con particolare riferimento ai "prospetti" che devono essere a tal fine redatti e pubblicati, agli obblighi di informazione nei confronti del pubblico, ed alla disciplina degli annunci pubblicitari; ed ancora negli artt. 113 e seguenti, in tema di informazione societaria, nelle disposizioni sulla revisione contabile (artt. da 155 a 165), e nelle norme penali (artt. 169 e sgg.) con le quali vengono espressamente sanzionate, tra l'altro, le diffusioni di notizie non veritiere sulla situazione economica e finanziaria delle società quotate in borsa: la legge disciplina dettagliatamente le informazioni che devono essere fornite ai risparmiatori, al pubblico in genere, ed alle autorità di controllo (soprattutto alla CONSOB).

La legge sulla trasparenza ha dunque creato una situazione giuridica attiva, consistente nella garanzia di condizioni che permettono decisioni consapevoli e

ragionate sugli investimenti; se la violazione della trasparenza cagiona il danno, questo è ingiusto e quindi risarcibile ex art. 2043 c.c.

Questo discorso vale, in particolare, anche per i "prospetti informativi" di cui agli artt. 94 e sgg. del Testo Unico, che contengano notizie non vere. Al riguardo, si era ipotizzata in dottrina una responsabilità contrattuale, in quanto l'art. 9, comma 2 del regolamento Consob n. 6430 del 1992 subordinava la conclusione delle operazioni contrattuali proposte o sollecitate dalla società alla sottoscrizione, da parte dell'investitore, di un modulo contenente una serie di notizie sulla società, costituente parte integrale del prospetto; il prospetto stesso doveva quindi essere consegnato *prima* dell'operazione, e rientrava nel quadro della stipulazione di un contratto. Ma il nuovo regolamento Consob n. 11971 del 1999, adeguandosi alle direttive comunitarie, ha eliminato l'obbligo della consegna del prospetto al potenziale investitore prima dell'adesione. Secondo i principi emergenti dalle direttive comunitarie le informazioni sono disciplinate tutte in modo uguale, perché non sono finalizzate alla conclusione di singoli contratti, ma allo sviluppo del mercato finanziario. Anche in questo caso mancano quindi gli elementi indispensabili per giustificare una responsabilità contrattuale o precontrattuale; la responsabilità è fondata sulla pura e semplice pubblicazione delle notizie false o scorrette, e non sulla conseguente conclusione di contratti non convenienti. Il danno subito dall'investitore non può quindi esser risarcibile se non ex art. 2043 c.c.

5 Già verso la fine dell'800, la dottrina italiana, adeguandosi all'opinione corrente in Francia, riteneva che gli investitori che acquistavano azioni od obbligazioni sulla base di notizie menzognere diffuse tra il pubblico godessero, se danneggiati, della tutela aquiliana. Ai primi del 900 questa tesi fu condivisa anche dalla giurisprudenza, con particolare riferimento ad ipotesi di pubblicazioni di bilanci menzogneri che avessero provocato un aumento ingiustificato del prezzo delle azioni: in questo senso si pronunciò la Cassazione di Roma 24-5-1912. Successivamente, la Cassazione cambiò opinione, ritenendo che la responsabilità degli amministratori per i danni conseguenti alla redazione di un bilancio falso potesse esser perseguita solo mediante l'azione sociale di cui all'art. 152 del cod. comm., e parte della dottrina manifestò dei dubbi, dovuti, più che altro, al timore di un eccessivo ampliamento della risarcibilità dei danni. Ma questi dubbi sono stati superati con l'entrata in vigore dell'attuale codice civile, ed in particolare dell'art. 2395, che prevede l'azione di risarcimento del danno per i singoli soci o per i terzi che siano *direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori*. Si è infatti ritenuto che questa disposizione disciplini anche il caso della semplice *pubblicazione* di bilanci falsi o lacunosi, anche in mancanza di un "comportamento persuasivo" degli amministratori diretto verso i singoli soggetti danneggiati; l'avverbio *direttamente* contenuto nell'art. 2395 c.c. è stato interpretato – e viene interpretato anche adesso – nel senso che il danno risarcibile non deve essere un semplice riflesso di quello arrecato alla società (in questo senso cfr., tra gli altri, MINERVINI, FERRI, COTTINO, FERRARA jr.). L'azione aquiliana può quindi esser proposta dai singoli investitori in relazione a qualsiasi

informazione sociale non corretta che sia stata diffusa da una società "aperta", in quanto provoca un danno ingiusto al patrimonio dei terzi. La trasparenza delle informazioni relative alla loro situazione economica e finanziaria – si è osservato – è il prezzo pagato dalle società di capitali per godere della responsabilità limitata; l'azione trova il suo fondamento nella natura stessa delle società di capitali e nel loro sistema di finanziamento, legato necessariamente al pubblico risparmio.

Dopo l'entrata in vigore dell'attuale codice civile, anche la giurisprudenza si è ripetutamente pronunciata in questo senso, sempre con particolare riferimento a fatti illeciti consistenti nella pubblicazione di bilanci falsi. Abbastanza di recente (cfr. **Cass.** 3-12-1984 n. 6300, inedita, ma citata da BRUNO, *op. e loc. cit.*) una società per azioni è stata ritenuta direttamente responsabile per i danni cagionati ad una banca perché il suo bilancio era stato alterato in modo da render possibile un aumento di capitale, realizzato da un socio mediante un finanziamento ottenuto dalla banca stessa contro pegno delle nuove azioni sottoscritte, che erano poi risultate prive di valore. Più di recente, il **Trib. Milano** 29-9-1983, in *Giur. Comm.* 1984, II, 42, ha ritenuto gli amministratori, autori di bilanci falsi che nascondevano delle perdite, responsabili verso i soci per la perdita subita per non aver potuto alienare i loro titoli prima che perdessero ogni valore; il **Trib. Milano** 22-9-1986, in *Le società*, 1987, 162, ha ritenuto risarcibile il danno cagionato dalla diffusione di informazioni false (nella specie, la pubblicazione di un bilancio che presentava una situazione patrimoniale della società migliore di quella reale), e nello stesso senso si è pronunciato il **Trib. Napoli** 16-6-1986, in *Le società* 1986, 1345. La **Cass.** 2.6.1989 n. 2685, ha ritenuto gli amministratori di una s.p.a. responsabili ex art. 2395 c.c. verso dei terzi che da un falso bilancio erano stati indotti a stipulare un contratto di fornitura; il **Trib. Milano** 28-4-1990, in *Giur. It.* 1990, II, 805, ha ritenuto risarcibile il danno cagionato ad un terzo acquirente di azioni della società sono stati ritenuti responsabili nei confronti dei soci, danneggiati dalla vendita sottocosto del loro pacchetto azionario, conseguente sempre ad un falso bilancio (così **Trib. Chiavari** 18-1-1993, in *Le società* 1993, 823); ancora (cfr. **App. Milano** 8-7-1997, in *Giur. Comm.* 1998, II, 532) gli amministratori di una s.p.a. sono stati condannati a risarcire i danni ad un terzo che aveva acquistato azioni dalle società stesse perché a ciò indotto da un bilancio falso. Ancora più di recente, la responsabilità extracontrattuale degli amministratori di una società, ex art. 2395 c.c. per aver diffuso notizie non veritiere è stata riconosciuta dal **Trib. Reggio Emilia** 14-8-1998 (in *Giur. di Merito* 1999, 499), dal **Trib. Roma** 17-5-1999 (in *Riv. Dir. Comm.* 1999, II, 265) e dal **Trib. Milano** 21-10-1999 (in *Giur. It.* 2000, 551); quest'ultima sentenza ha ribadito che gli amministratori che diffondono informazioni false sulla situazione economica e finanziaria di una società per azioni ledono il diritto dei soci e dei terzi di scegliere consapevolmente se investire il proprio patrimonio in titoli di partecipazione emessi dalla società stessa, e sono responsabili nei loro confronti del danno cagionato ai loro patrimoni individuali; ed ha soggiunto che questa responsabilità si estende ai sindaci che non hanno effettuato i debiti controlli o li hanno effettuati in modo negligente, ed agli amministratori ed i sindaci di una società controllante che abbiano utilizzato per redigere il bilancio consolidato del gruppo, poi reso pubblico, senza debitamente verificarle, informazioni false fornite da una società controllata. Infine, la **Cass.** 3-12-2002 n.

17170 ha, sia pure incidentalmente, rilevato come il concetto della risarcibilità aquiliana di questi danni debba considerarsi ormai acquisito.

6 Con particolare riferimento alla legislazione speciale, che si è evoluta negli ultimi decenni ampliando gradualmente la tutela della trasparenza del mercato fino a giungere alla disciplina di cui al citato T.U. del 1998, la dottrina ha allargato l'ambito di riferimento della tutela aquiliana dei risparmiatori, precisando che nella disciplina attuale i doveri di informazione – e di informazione corretta e veritiera – non sussistono solo per le società quotate in borsa che sollecitano investimenti, ma, più in generale, per tutti gli emittenti di titoli che siano diffusi largamente tra il pubblico, e con riferimento, quindi, non solo all'ambito borsistico, ma al mercato finanziario in generale, il quale oggetto della tutela, alla pari dei risparmiatori, attraverso la disciplina della trasparenza, di cui si è già parlato. E "siccome il mercato finanziario è diventato il centro di raccolta e di diffusione di informazioni anche al di là degli specifici doveri di legge, ogni informazione diffusa nei confronti del pubblico è tutelata dall'ordinamento" (così BRUNO, *op.cit.* p. 1319). La tutela extracontrattuale ha quindi un carattere generale, e prescinde dalla obbligatorietà o volontarietà delle informazioni che circolano sul mercato. Si rileva, in particolare, che la normativa regolamentare ha tipicizzato e disciplinato in modo specifico talune fattispecie di informazioni volontarie, prevedendo per le stesse requisiti di veridicità uguali a quelli delle informazioni obbligatorie; in sostanza, queste informazioni restano volontarie, ma se l'emittente dei titoli decide di diffonderle, deve farlo nel rispetto della disciplina applicabile alle informazioni obbligatorie.

Qualche dubbio potrebbe sorgere per le informazioni diffuse volontariamente, ma non tipicizzate (es.: un'intervista rilasciata ad un giornale da un esponente di una società emittente di strumenti finanziari di cui è in corso il collocamento, nella quale si forniscano dei particolari sull'operazione in corso); ci si può domandare se un'ipotesi di questo genere possa rientrare tra quelle idonee a provocare danni "meramente patrimoniali" non risarcibili. Ma la dottrina e la giurisprudenza prevalenti, partendo dall'idea che il risarcimento del danno ingiusto di cui all'art. 2043 c.c. deve essere inteso come una "clausola generale", ritengono che il danno in questione può essere risarcito, in quanto dal complesso della disciplina legislativa si deve ritenersi sufficiente, al riguardo, che sussista la lesione di un interesse giuridicamente rilevante, senza che sia indispensabile la violazione di una norma primaria (così **Cass. S.U. 22-7-1999 n. 5000**, in *Banca, borsa*, 2000,II,21). Questa tesi è confermata dall'atteggiamento della Consob, che, nelle note tecniche in tema di sollecitazione all'investimento, precisa che la trasparenza, la chiarezza, l'intelligibilità, la completezza e la coerenza, devono essere seguite sia nella redazione dei prospetti che *in occasione di qualsiasi altra comunicazione al pubblico sulla situazione societaria*, e già aveva trovato appoggio – sia pure con una mera affermazione di principio – nella sent. **Trib. Roma 26-4-1977**, in *Giur. Comm.* 1978,II,263.

Sembra superfluo precisare che la responsabilità per danni sussiste in quanto le notizie volontarie siano state emanate e diffuse da soggetti che rivestano una posizione ufficiale nella società interessata. Per altro verso, il danneggiato potrà incorrere nella riduzione del risarcimento per concorso di colpa, ex art. 1227 c.c., se non abbia anch'egli, con la debita diligenza, verificato la fondatezza di queste notizie, ad es. confrontandone il contenuto con quello di documenti ufficiali.

7 Di norma, nelle azioni di risarcimento danni da fatto illecito, è il danneggiato che deve addossarsi l'onere della prova, a differenza di quanto avviene per le azioni di responsabilità contrattuale (e questa diversità può spiegare – sia detto per inciso – gli sforzi di una parte della dottrina per riportare una parte delle ipotesi qui considerate nell'ambito della responsabilità contrattuale).

La dottrina – in particolar modo quella nordamericana – ha affrontato, al riguardo, il tema della **prova del rapporto di causalità tra dichiarazioni false e danno**. Secondo questa corrente dottrinale, si deve tener conto del fatto che i normali risparmiatori – specie quelli piccoli – non valutano personalmente le informazioni, che spesso neppure conoscono, ma sono trascinati dalle valutazioni di altri soggetti che reputano più esperti, e sono incoraggiati in questo atteggiamento dalla persuasione che le notizie, in quanto diffuse nell'ambito di un sistema che tutela la trasparenza e il risparmio, siano attendibili. I prezzi dei titoli sono determinati dalle informazioni diffuse tra il pubblico, e ciò è praticamente possibile perché alcuni settori del mercato, particolarmente qualificati, analizzano le notizie disponibili e decidono di compiere operazioni che influenzano e determinano i prezzi; il comportamento di questi soggetti qualificati guida il mercato, e provoca la fissazione di prezzi di relazione ai quali gli altri risparmiatori – specie quelli “piccoli” – decidono di compiere i loro investimenti o disinvestimenti.

In questa situazione, si ritiene che non sia necessario che colui che chiede il risarcimento dei danni dia la prova di essere incorso in errori per aver fatto affidamento su questa o quella notizia falsa o lacunosa; è il mercato, col suo andamento, che dimostra che la diffusione di determinate notizie ha avuto un'influenza sui prezzi dei titoli interessati. Se le informazioni fossero state esatte e veritiere, il prezzo di mercato sarebbe stato diverso, e l'investitore non avrebbe subito danni. Quindi, ove siano diffuse informazioni false o scorrette, si deve **presumere** che chi ha posto in essere investimenti o disinvestimenti ne sia stato danneggiato. La conoscenza *da parte del singolo investitore* delle informazioni non veritiere, secondo questa tesi, è dunque irrilevante, perché il prezzo di mercato si fissa indipendentemente da essa; ne consegue che è pure irrilevante la prova di un rapporto di causalità tra la conoscenza delle informazioni false od inesatte ed il danno.

Questa tesi contiene certamente dei forti elementi di verità, e può essere accettata, ma con qualche riserva. Come giustamente è stato osservato (cfr. BRUNO, *op.cit.* pag. 1333) essa è valida solo per i titoli quotati in borsa; per gli strumenti finanziari non quotati non si può invece parlare della fissazione di un

"prezzo di mercato" oggettivamente accertabile. In ogni caso, poi, la presunzione in questione non può che essere *juris tantum*, e non *juris et de jure*; non si può infatti negare ai convenuti il diritto di dimostrare che non vi è stato nel caso specifico alcun rapporto di causalità tra le false informazioni ed il prezzo di mercato che si è venuto a costituire, e che il prezzo stesso si è stabilito ad un determinato livello per cause esterne al mercato stesso (si pensi, ad es., alla crisi che ha fatto seguito ai fatti dell'11 settembre), oppure per effetto di informazioni veritiere che hanno corretto quelle false originariamente diffuse. Inoltre, nei casi in cui sia applicabile, la presunzione suddetta non può valere all'infinito, perché l'esperienza insegna che l'efficacia sul mercato della diffusione delle informazioni non veritiere viene meno dopo un certo tempo, e l'accertamento di questa durata non può essere compiuto casa per casa. Rilievi questi che mi sembrano ben fondati ed accoglibili.

Un altro problema pratico riguarda **la prova della consapevolezza, da parte di chi diffonde le informazioni, della falsità delle stesse, o della negligenza dello stesso nel doveroso controllo della loro rispondenza al vero.** Anche in questo caso si ritiene che si debba applicare una presunzione; più precisamente si afferma che la prova in questione discende in modo automatico dalla valutazione del risultato della condotta di chi fornisce le notizie false. Il fatto, in sé, della diffusione di notizie non veritiere, fatto che è in contrasto con la disciplina legislativa che prescrive veridicità, correttezza e trasparenza delle informazioni, può costituire prova sufficiente dell'intenzione dolosa o colposa di chi comunica la notizia, senza che siano necessarie ulteriori indagini. In effetti, secondo un'opinione largamente diffusa già sotto la vigenza del vecchio codice civile, *la colpa può esser ravvisata per il solo fatto della violazione di una disciplina legale*; in altri termini, una violazione di un precetto di legge comporta un automatico giudizio di colpa, indipendentemente dalla situazione psicologica soggettiva di chi la pone in essere; e poiché la diffusione di notizie false viola i principi della trasparenza e della correttezza previsti dalla legislazione finanziaria, la prova di una simile condotta implica automaticamente la prova della colpa.

Se si accetta questa tesi – che a mio avviso può essere condivisa – si può concludere che il risparmiatore che chieda il risarcimento del danno deve provare soltanto la violazione di legge, e cioè provare che è stata diffusa un'informazione falsa o scorretta; spetta poi al giudice valutare obiettivamente la condotta di colui che ha diffuso la notizia, alla stregua dei doveri imposti dalla legge, senza che vi sia bisogno di indagare sulla sua posizione soggettiva. Ci si trova quindi di fronte ad una sorta di **colpa oggettiva**, intesa come violazione oggettiva del dovere di trasparenza imposto dalla legge; concetto, questo, confermato da alcune pronunzie giurisprudenziali e dalle disposizioni del regolamento Consob n. 11971 del 1999, relativo ai prospetti di quotazione e di sollecitazione. Colpa oggettiva che deve, peraltro, ben distinguersi dalla *responsabilità oggettiva*. Quest'ultima prescinde *totalmente* dalla situazione soggettiva del responsabile, a tal punto da non consentirgli di provare l'assenza di colpa o negligenza; al contrario, la situazione di colpa oggettiva corrisponde ad una presunzione *juris tantum*, sicché colui che ha fornito o diffuso le informazioni non veritiere potrà sempre dimostrare l'assenza di una sua colpa, provando di non

esser stato consapevole della falsità delle notizie, e di aver usato tutti i mezzi possibili per verificarne la veridicità.

Il diffusore delle notizie false, chiamato in causa per il risarcimento dei danni da un risparmiatore, potrà dunque cercare di dimostrare di aver ragionevolmente ritenuto esatte le notizie diffuse, dopo aver effettuato tutti i controlli possibili; ragionevolezza che può esser dimostrata, ad es., dalle opinioni diffuse da soggetti particolarmente qualificati. Egli dovrà inoltre provare che questa sua ragionevole persuasione sussisteva non solo al momento della diffusione delle notizie, ma anche nel momento in cui il danno si è verificato, o quanto meno che la consapevolezza della falsità delle informazioni fu raggiunta quando ormai non vi era più tempo sufficiente per correggere con altre comunicazioni l'effetto delle notizie false inizialmente diffuse.

In definitiva, la nozione di colpa oggettiva, se accettata, alleggerisce fortemente l'onere probatorio dell'investitore danneggiato, che incontrerebbe gravissime difficoltà per dimostrare lo stato soggettivo del diffusore dell'informazione falsa, senza peraltro estendere oltre il ragionevole la tutela dei risparmiatori.

8 Concludendo, mi sembra che sarebbe possibile ritenere che la legislazione vigente, se *rettamente interpretata*, fornisca già una tutela adeguata ai risparmiatori tratti in inganno dalla diffusione di notizie non veritiere. Ma ciò non significa, a mio avviso, che una revisione della legge a maggior tutela del pubblico risparmio non possa ritenersi necessaria. Se certe conclusioni, alle quali la dottrina di maggioranza perviene in via di interpretazione, ma con una qualche fatica, e che non sono accettate universalmente, fossero sostituite da disposizioni di legge chiare e precise, la tutela del risparmiatore sarebbe assai più sicura; e ciò vale in particolare per i problemi relativi alla prova della colpa del diffusore delle notizie false e del nesso di causalità fra colpa e danno. A ciò va aggiunto il rilievo della grave lacuna che il nostro ordinamento presenta in tema di *rating*, lacuna che sarebbe assai opportuno colmare.

Ci si può chiedere se sarebbe necessaria od opportuna l'introduzione nel nostro ordinamento della *class actions* ampiamente diffuse nei paesi anglosassoni ed in particolare negli Stati Uniti, e cioè delle azioni collettive di risarcimento. Il problema fuoriesce dal campo del diritto sostanziale per spostarsi nell'ambito processuale, e perciò è estraneo al tema specifico di questa relazione; non ritengo quindi di poterlo approfondire in questa sede. Mi limito quindi ad osservare che una trasposizione pura e semplice del sistema americano, nella cui attuazione pratica hanno larga parte la possibilità per gli avvocati di farsi pubblicità e la liceità dei patti di quota-life, non mi sembra possibile. Si potrebbe invece studiare la possibilità di autorizzare le associazioni dei consumatori e le organizzazioni consimili a raccogliere ed autenticare le deleghe di tutti i loro associati, o di semplici risparmiatori anche non loro soci che si rivolgano comunque a loro, ed a gestire così le azioni collettive, da esercitare concretamente tramite avvocati.

Il rischio d'impresa, connesso con questa responsabilità civile, può essere oggetto di una tutela assicurativa? È questo un quesito che ci riporta alla tematica tipica dell'AIDA. Personalmente ritengo che si possa dare al quesito una risposta affermativa, almeno in cosa sia possibile per i danni cagionati con dolo, dato che il verificarsi del rischio, dipenderebbe unicamente dalla volontà e dall'azione dello stesso assicurato. Il fatto poi, che un determinato rischio possa essere teoricamente assicurabile non significa necessariamente che debbano esserci compagnie disposte a compiere questo tipo di operazioni, che potrebbero dimostrarsi estremamente rischiose. Ma questo è un tema che lascio al relatore successivo.

**RESPONSABILITA' DELLE SOCIETA' DI REVISIONE E DI RATING:
PROFILI ASSICURATIVI**

Prof.ssa Avv. Giovanna Volte Putzolu
Ordinario di Diritto delle Assicurazioni
Università "La Sapienza" – Roma

Agenzie di *rating*, società di revisione, collegio sindacale, consiglio di amministrazione, anelli di una catena nelle quali è difficile distinguere le rispettive responsabilità, perché alla base vi è un unico documento sul quale esse principalmente si fondano: il bilancio della società.

Responsabilità e conflitti di interesse.

La responsabilità solidale nei confronti della società, dei soci e dei terzi di amministratori, sindaci e soggetti incaricati del controllo contabile. Le conseguenze sulla assicurabilità. Il parere degli *auditors* britannici. Il punto di vista della *European Commission in charge of the Internal Market and Taxation Auditor Liability*.

La responsabilità delle società di revisione secondo la giurisprudenza.

Le garanzie previste dall'art. 161 del T.U. dell'intermediazione finanziaria. Garanzie fideiussorie e polizza r.c. professionale.

Le società di *rating*.

Quale è il compito dell'analista? Una questione molto dibattuta negli Stati Uniti. Le norme regolamentari della SEC sulle *Rating Agencies*: certificazione ed esonero dalla responsabilità di cui alla *Section 11 del Securities Act*. L'oligopolio delle agenzie principali.

La direttiva 2003/125/CE.

Il regolamento della Consob.

Il disegno di legge Tremonti. Proposte di legge.

La mancanza di precedenti giurisprudenziali sulla responsabilità degli analisti finanziari.

Come individuare il rischio?

**ANALISI DI RISCHIO E SOLUZIONI RI-ASSICURATIVE:
TENDENZE E PROSPETTIVE**

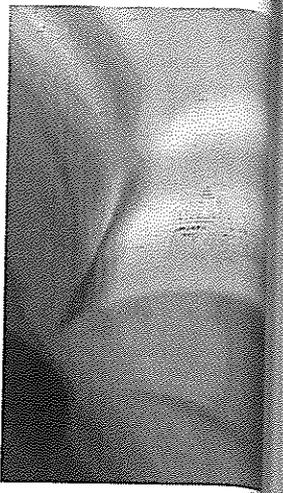
Dott. Maurice Cox
Responsabile Underwriting
Swiss Re Italia

RESPONSABILITA' CIVILE DA INFORMAZIONE AL MERCATO

■ Società di Revisione

- responsabilità contrattuale
- responsabilità extracontrattuale

- espressione di un giudizio professionale raggiunto in seguito ad una revisione contabile svolta secondo principi di revisione statuti circa l'attendibilità' con cui il bilancio rappresenta la situazione patrimoniale-finanziaria ed il risultato economico
- per mancata o erronea applicazione dei principi di revisione statuiti che abbia influenzato la correttezza del giudizio espresso nella relazione di certificazione
- la prestazione di idonea garanzia a copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività' e' requisito per l'iscrizione all' albo speciale delle società' di revisione



RESPONSABILITA' CIVILE DA INFORMAZIONE AL MERCATO

■ Società di Rating

- **responsabilità contrattuale**
- **responsabilità extraccontrattuale**
- espressione di potenziali investitori di una valutazione circa l'affidabilità creditizia della società committente
- il processo di rating inizia con la richiesta di assegnazione di un rating da parte dell'emittente che è la fonte primaria di informazioni finanziarie su se stessa
- diffusione al mercato del rating e spiegazione dei criteri adottati per arrivare alle proprie conclusioni

ANALISI DI RISCHIO

- **contesto giuridico**
 - sistema di vigilanza
 - tutela del risparmio

- **contesto economico**
 - credibilità del sistema finanziario
 - mercato delle emissioni
 - livello di concorrenzialità

ANALISI DI RISCHIO

- **rating e rendimenti**
 - influenza sui mercati
 - reattività dei mercati
- **stabilità dei rating**
 - frequenza delle revisioni
- **aspetti concorrenziali tra le società di rating e di revisione**
 -

ANALISI DI RISCHIO

- **attività svolte**
 - quali servizi e prestazioni
 - legami di terzietà con il committente
 - analisi di bilancio

- **durata delle attività**
 - storicità
 - continuità del servizio

- **settore valutato**
 - specializzazione
 - tendenze e prospettive nel contesto economico generale

ANALISI DI RISCHIO

- **struttura organizzativa e operativa**
 - quantit e qualità delle risorse
 - competenze economiche e giuridiche

- **clienti e committenti**
 - categoria merceologica di appartenenza
 - quotazione su borse estere
 - conflitto di interesse

COPERTURE ASSICURATIVE: SOCIETA' DI REVISIONE

- **mercato diretto**
 - capacità limitata
 - massimali ridotti
 - ritenzione elevata
-
- **mercato riassicurativo**
 - allineamento al mercato diretto
 - alcuni riassicuratori si sono i dal mercato
 - cumuli
 -
 -

COPERTURE ASSICURATIVE: SOCIETA' DI REVISIONE

- **perdite patrimoniali involontariamente cagionate a terzi in conseguenza di errori commessi nell'esercizio dell' attivita' professionale descritta in polizza**
- **base claims made**
- **massimale per sinistro e per periodo**
- **vincolo della solidarietà**
- **clausola sinistro in serie**
- **partecipazione dell'assicurato al rischio**

SOCIETA' DI REVISIONE: CRITICITA'

- **sinistri tardivi**
- **sviluppo dei sinistri**
- **campo di azione dell'assicurato**
- **rischio di conflitti di interesse**
- **cumulo con altre coperture (RC Amministratori)**

COPERTURE ASSICURATIVE: SOCIETA' DI RATING

- **mercato diretto/riassicurativi**
 - **copertura RC Professionale**
 - **scarsa diffusione / domanda limitata**
 - **rischio latente (RC Professionale attività liberali)**
 - **aumentata percezione del rischio**

COPERTURE ASSICURATIVE: SOCIETA' DI RATING

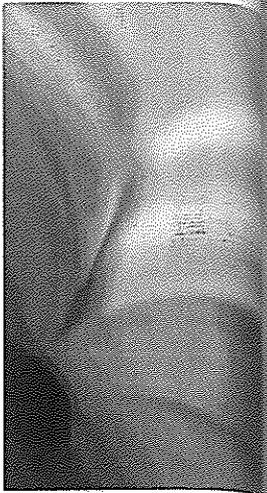
- perdite patrimoniali involontariamente cagionate a terzi in conseguenza di errori commessi nell'esercizio dell'attività professionale descritta in polizza
- base claims made
- vincolo della solidarietà
- clausola sinistro in serie
- definizione di evento / nesso di casualità
- ambito territoriale
- partecipazione dell'assicurato al rischio

SOCIETA' DI RATING: CRITICITA'

- **antiselezione**
- **sinistri tardivi**
- **esposizioni estere / ambito territoriale**
- **sistemi giuridici diversi (mercato globale)**
- **gestione dei sinistri**
- **difficile valutazione del rischio**

TENDENZE E PROSPETTIVE

- **l'assicurazione della responsabilità civile da informazione al mercato e' un segmento particolarmente difficile cui prestare massima attenzione al fine di ottenere, in un ambito di cycle management, risultati equilibrati**
- **rischio ancora non compiutamente definito, ma del quale si delinea la natura catastrofe**
- **esperienza limitata e domanda crescente**
- **il trend dei sinistri tardivi richiama l'attenzione sulla capacità degli assicuratori e dei riassicuratori ad onorare i propri impegni (securities e rating delle compagnie di assicurazione)**



TENDENZE E PROSPETTIVE

- gli sviluppi legislativi e giurisprudenziali influenzano fortemente il mercato diretto e riassicurativo
- crescente “alfabetizzazione” dei risparmiatori
- crescente tutela e consapevolezza da parte dei risparmiatori sulla scia dei recenti scandali finanziari
- azione collettiva risarcitoria e sindrome “deep pocket”
- il modello assicurativo più efficiente può scaturire dalle soluzioni elaborate dal legislatore e dagli organi di controllo

ISTITUTI DI CONTROLLO

**I POTERI DELLA CONSOB
PER LA TUTELA DELL'INVESTITORE**

Prof.ssa Avv. Carla Rabitti Bedogni
Commissario CONSOB

Premessa: la tutela dell'investimento azionario ed i poteri della Consob

Le specifiche competenze della Consob in materia di società quotate

- Sollecitazione e informazione societaria nelle operazioni sul capitale sociale
- Bilancio e informazione contabile
- Operazioni straordinarie e con parti correlate
- Trasparenza sulla composizione del capitale
- Mutamento del controllo e tutela dell'investimento

Interventi di riforma della disciplina del mercato finanziario

- Razionalizzazione del sistema di vigilanza sul mercato finanziario
- Rafforzamento dei controlli societari
- Disciplina degli intermediari e dei mercati
- Rafforzamento dei poteri della CONSOB e del sistema sanzionatorio
- Cooperazione tra Autorità competenti
- Il rafforzamento dell'attività di vigilanza e il potenziamento delle risorse della Consob

Casistica

- Sollecitazione e informazione societaria nelle operazioni sul capitale sociale
- Bilancio e informazione contabile
- Trasparenza sulla composizione del capitale
- Mutamento del controllo e tutela dell'investimento
- La vigilanza su revisori e sindaci

Bibliografia

Premessa: la tutela dell'investimento azionario ed i poteri della Consob

La tutela dell'investimento azionario appare direttamente riconducibile alle previsioni dell'art. 47 Cost., che da un lato si riferisce all' "incoraggiamento" ed alla "tutela" vera e propria del risparmio e da un altro stabilisce che lo Stato "favorisce l'accesso" del risparmio medesimo, tra l' altro "al diretto ed indiretto investimento azionario".

Per ciò che riguarda la Consob, la tutela degli investitori è esplicitamente contemplata nell'ambito delle norme che indicano le finalità della vigilanza che essa deve esercitare, poste in apertura delle tre parti del D. Lgs. n. 58 del 1998 (TUF) che si riferiscono ai soggetti nei confronti dei quali tale vigilanza si svolge, cioè gli intermediari, i mercati e gli emittenti. In particolare, con riferimento agli emittenti, l'art. 91 stabilisce che "La Consob esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali."¹.

E' da notare che l'art. 91, pur essendo rubricato "Poteri della Consob", non attribuisce, in modo esplicito, alcun potere alla Commissione: i poteri si desumono dalle successive disposizioni in materia di emittenti, alle quali la norma in questione genericamente rinvia. Analogamente, anche le altre due norme che individuano le finalità della vigilanza sugli intermediari e sui mercati non prevedono esplicitamente gli strumenti attraverso i quali essa deve essere esercitata, ricavabili dal complesso delle disposizioni relative alle singole parti del TUF.

Dalle norme in questione si evince che la tutela del risparmio, anche sotto forma di investimento azionario, permea l'intera disciplina del mercato mobiliare e deve ispirare la vigilanza della Consob nell'attuazione dei poteri che le singole norme del TUF le attribuiscono.

D'altra parte, la tutela dell'investimento azionario, di competenza della Consob, viene perseguita mediante strumenti che appartengono a una logica diversa da quella tradizionale fondata sulla tutela della formazione e dell'integrità del capitale sociale o del patrimonio. La stessa esistenza della Consob come autorità indipendente è fondata sulla convinzione, nata negli Stati Uniti degli anni '30, che la trasparenza sulla situazione economica finanziaria e patrimoniale dell'emittente e sulle caratteristiche dei titoli oggetto di circolazione costituissero un essenziale strumento di tutela del risparmio meglio perseguibile da parte di un ente senza vincoli di dipendenza con la P.A. e con elevate competenze tecniche; a questa convinzione si è affiancata in anni più recenti, anche grazie alla disciplina

¹ Secondo l'art. 5, comma 1, relativamente agli intermediari del TUF "La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per scopo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario" e secondo l'art. 63, comma 1, a proposito dei mercati "La Consob autorizza l'esercizio dei mercati regolamentati quando: ...b) il regolamento del mercato è conforme alla disciplina comunitaria ed è idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori".

comunitaria, quella secondo cui la correttezza e trasparenza degli intermediari nei confronti dei clienti costituissero un mezzo di tutela dell'investimento rilevante almeno quanto il mantenimento di requisiti patrimoniali degli stessi intermediari. Infine, sulla stessa lunghezza d'onda si pone l'affermazione, in una parte della normativa speciale sulle società con azioni quotate (non solo italiana, anche se su tale punto la normativa comunitaria non è particolarmente evoluta), di un principio di correttezza dei soci di controllo e degli amministratori nei confronti dei soci di minoranza, sul cui rispetto la Consob è talvolta chiamata ad intervenire.

Insomma, con particolare riferimento al mondo dell' "investimento societario" la trasparenza rappresenta il principio cardine della regolamentazione che prevede un intervento della Consob, unito, specialmente in alcuni momenti "tipici" della vita dell'impresa (ad esempio mutamento del controllo), alla correttezza dei comportamenti dei soggetti più forti nei confronti di quelli meno in grado di influire sulla gestione.

Va sottolineato che anche nella decisione della Corte di Cassazione con la quale è stata ritenuta configurabile la responsabilità civile della Consob per omesso controllo su un prospetto informativo (Sez. I, sentenza n. 3132 del 3 marzo 2001, caso Hotel Santa Teresa di Gallura), e che pure da parte di alcuni commentatori è stata ritenuta eccessivamente rigida, i presupposti della responsabilità vengono ricondotti al mancato intervento "con iniziative istruttorie, integrative, repressive su operazioni che *prima facie*" non presentino il "necessario livello di veridica informazione". Tali operazioni sarebbero quelle per le quali risulti "ex actis ... (tanto emergendo dalla documentazione allegata alla comunicazione effettuata dai promotori) la falsità di essenziali dati della prescritta comunicazione e della necessaria informazione pubblica (il prospetto)".

In nessun caso invece la Consob interviene direttamente a tutela dell'integrità del capitale o del patrimonio. Ad esempio la Commissione, come del resto le omologhe istituzioni estere, non dispone di compiti di controllo relativi alle valutazioni che vengono compiute in occasione di operazioni straordinarie, come aumenti di capitale in denaro o in natura, fusioni o scissioni, né esercita compiti di verifica circa l'effettiva consistenza patrimoniale degli emittenti. Nel caso in cui in base alle informazioni disponibili sussistano dubbi su tali valutazioni o su tale consistenza, lo strumento principale che l'autorità può utilizzare è sempre quello di richiedere chiarimenti informativi per sé stessa o per il mercato, mentre rimane estranea al suo armamentario la fornitura di garanzie o attestazioni o di "patenti" agli emittenti. La stessa possibilità di emanare provvedimenti interdittivi nei confronti di operazioni di offerta di titoli è sempre ricollegata a gravi violazioni della normativa di trasparenza.

Ancor più lontana dalle competenze della Consob è ovviamente ogni valutazione circa la "bontà economica" delle scelte di investimento dei risparmiatori.

In altre parole, alla Consob spetta principalmente di far sì che al pubblico venga fornita un'informazione corretta e completa, che consenta di operare investimenti con il maggior grado possibile di consapevolezza in merito al prodotto finanziario

ed all'emittente prescelto. E' noto che, secondo la teoria economica, la disponibilità di informazioni corrette ed attendibili è una condizione fondamentale perché gli investitori possano effettuare scelte di investimento consapevoli e quindi essenziale presupposto dell'efficiente funzionamento dei mercati finanziari ed in ultima istanza dell'intera economia.

E' comunque evidente che la Consob può operare gli opportuni interventi in materia di informativa societaria se ed in quanto riceva la necessaria collaborazione da parte degli emittenti che di essa sono la fonte: infatti, ove questi ultimi siano reticenti ovvero tengano deliberatamente all'oscuro l'Autorità di vigilanza di quanto si verifica nella loro sfera di influenza essa avrà indubbiamente difficoltà ad agire nell'interesse del mercato attraverso lo strumento della trasparenza affidatole dalla legge. In alcuni casi potrebbe peraltro configurarsi la fattispecie del nuovo delitto di ostacolo alle funzioni di vigilanza (art. 2638 c.c.) recentemente modificato.

Le specifiche competenze della Consob in materia di società quotate

In questa logica possono farsi rientrare le specifiche competenze della Consob in materia societaria, che di seguito vengono indicate per comprendere come in concreto si realizza la tutela dell'investimento in azioni e quali sono gli effetti (indiretti) che possono determinarsi sulla tutela della formazione e dell'integrità del capitale o del patrimonio.

Sollecitazione e informazione societaria nelle operazioni sul capitale sociale

Le principali fonti del controllo della Consob sull'informazione resa al mercato dagli emittenti sono gli artt. 94 e 114 del TUF, rispettivamente in materia di sollecitazione all'investimento² e informazione societaria continua o periodica.

Queste due norme attribuiscono fra l'altro alla Consob il potere di emanare specifiche disposizioni regolamentari in merito ai dati e alle notizie che gli emittenti quotati sono tenuti ad indicare nei documenti (prospetti e documenti informativi) da redigere in occasione di operazioni sul capitale a cui sia chiamato a contribuire il pubblico dei risparmiatori.

Vi è persino un caso (per la verità raramente verificatosi) in cui la disciplina in materia di sollecitazione è applicabile al momento della nascita di una società, in occasione della formazione del capitale sociale. Si tratta della costituzione mediante pubblica sottoscrizione (art. 2333 e ss. c.c.), come precisato dalla Consob, anche di recente, in una comunicazione³: in tal caso il prospetto informativo è sostanzialmente costituito dal piano d'impresa.

² art. 1, comma 1, lett. t) del TUF: "sollecitazione all'investimento": ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari.

³ Comunicazione n. DEM/1043874 dell'1.6.2001 "Quesito in materia di costituzione di società"

Per il resto, le operazioni sul capitale sono sottoposte sia ad obblighi stabiliti dalla disciplina regolamentare emanata dalla Consob in attuazione dell'art. 114, sia ad obblighi di prospetto in connessione all'esistenza di una sollecitazione all'investimento. Di seguito si esaminano tali obblighi ed il loro impatto sulla tutela degli investitori seguendo l'ordine temporale di attuazione di una operazione sul capitale.

Per quanto riguarda la fase precedente l'assemblea che delibera l'operazione, la Consob ha predisposto, in attuazione dell'art. 114, comma 3, uno schema di relazione (Allegato 3 A, schema n. 2), che richiede la pubblicazione di informazioni volte a fornire un quadro minimo e attuale sulla situazione dell'emittente al momento della deliberazione, svincolando gli aspetti informativi dalla rigidità, anche temporale, dell'*iter* di approvazione del bilancio⁴. Inoltre, secondo quanto prescritto nel suddetto schema, la relazione deve contenere l'indicazione della disponibilità da parte di azionisti (specialmente di quelli di controllo o di rilievo) dell'emittente a sottoscrivere l'aumento di capitale, nonché l'esistenza di un eventuale consorzio destinato a garantire il buon esito dell'offerta: tali indicazioni costituiscono un rilevante segnale per il mercato circa la situazione e l'andamento dell'emittente.

La successiva fase esecutiva delle operazioni di emissione di strumenti finanziari rivolte al pubblico comporta, per l'emittente quotato, l'obbligo di redigere un prospetto informativo, ai sensi dell'art. 94 del TUF, anche per le offerte in opzione ai soci (per le quali peraltro in base all'art. 33 del Regolamento Emittenti non è previsto un controllo preventivo della Consob sul prospetto). In effetti, anche le offerte in opzione, se poste in essere da una società quotata devono ritenersi rivolte al pubblico, vista non solo la numerosità dei soci, ma anche la facile negoziabilità dell'opzione.

Compito della Consob è, in primo luogo, di verificare che il prospetto risulti conforme agli schemi da essa stessa previsti in sede regolamentare, e cioè che contenga tutte le indicazioni richieste da questi ultimi; in secondo luogo, la Consob deve controllare la completezza delle informazioni contenute nel prospetto, tenuto conto del fatto che esso deve contenere le informazioni che "sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti" (art. 94, comma 2, del TUF).

E' da notare, in ogni caso, che secondo quanto precisato negli schemi di prospetto prescritti dalla Consob, coloro che in qualità di offerente, emittente e

⁴ In particolare, lo schema prevede che: - qualora l'emissione di strumenti finanziari sia destinata a ridurre o mutare la struttura dell'indebitamento finanziario, devono essere fornite dettagliate informazioni riguardanti l'eventuale modifica della struttura dell'indebitamento netto a breve e a medio-lungo termine, con un confronto rispetto agli ultimi dati contabili pubblicati; - se l'aumento di capitale è approvato prima della pubblicazione del bilancio dell'ultimo esercizio chiuso, devono essere fornite informazioni relative alla stima dei risultati di quest'ultimo, all'andamento della gestione e alla struttura finanziaria dell'esercizio in corso al momento della delibera di aumento del capitale o di emissione delle obbligazioni.

responsabile del collocamento intendono effettuare la sollecitazione, lo sponsor e il presidente del collegio sindacale dell'offerente e dell'emittente sono responsabili della completezza e veridicità dei dati e delle notizie contenuti nel prospetto medesimo.

Il prospetto contiene anche informazioni specifiche sul capitale sociale: esse riguardano (oltre alla composizione dell'azionariato, di cui si tratterà più avanti), ad esempio, l'eventuale esistenza di capitale deliberato ma non sottoscritto o di impegni per aumenti di capitale ancora da eseguire, ovvero di aumenti al servizio di un prestito obbligazionario convertibile, ovvero, ancora, di una delega conferita agli amministratori attributiva del potere di deliberare aumenti di capitale con la descrizione dettagliata dei termini e vincoli della delega.

Nell'ambito dei controlli effettuati dalla Consob sul prospetto, particolare attenzione viene rivolta alle avvertenze per l'investitore⁵: esse infatti rappresentano l'indicazione dei fattori di rischio che gli investitori devono considerare prima di assumere la propria decisione di investimento. Ciascuna avvertenza deve evidenziare non un rischio generico ma specifico, determinato o determinabile, oggettivamente incombente. Ogni avvertenza deve indicare, ove possibile, la quantificazione di un rischio potenziale in termini, ad esempio, di possibile perdita, minusvalenza o minore fatturato.

Relativamente alle prospettive dell'emittente, particolare attenzione è rivolta alle indicazioni che vengono date dall'emittente sull'andamento degli affari della società dalla data di chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato, nonché alle previsioni dei risultati dell'esercizio in corso, a livello di andamento della produzione e delle vendite, nonché all'evoluzione della struttura finanziaria dell'emittente.

Il controllo della Consob sul prospetto si esplica con modalità diverse a seconda che la sollecitazione riguardi o meno prodotti finanziari non quotati né diffusi⁶ tra il pubblico, in quanto nel primo caso il pubblico non dispone di informazioni in merito a quanto proposto, mentre nel secondo il fatto che i prodotti finanziari offerti non siano del tutto sconosciuti al pubblico rende utilizzabile una procedura più snella, con esclusione del controllo preventivo, in caso di aumento di capitale in opzione o con l'applicazione di un termine più breve (quindici giorni dalla comunicazione alla Consob). A sua volta il Regolamento semplifica le procedure e gli schemi di prospetto se la società emittente ha già pubblicato un prospetto informativo completo, in quanto ha azioni quotate o diffuse.

Accanto all'obbligo di prospetto la disciplina sulla sollecitazione prevede, a tutela del pubblico, che l'operazione non possa essere effettuata se l'ultimo bilancio

⁵ Le avvertenze per l'investitore sono sostanzialmente suddivise in tre categorie: avvertenze relative all'Emittente, avvertenze attinenti all'ambiente o al settore in cui la società opera e avvertenze relative agli strumenti finanziari oggetto della sollecitazione.

⁶ In base alla definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi ("*emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a cinque milioni di euro e con un numero di azionisti o obbligazionisti superiore a duecento*", art. 2, comma 1, lett. f) del regolamento Emittenti) si evince che sono "diffusi" i prodotti finanziari di cui siano titolari più di duecento soggetti.

approvato e il bilancio consolidato dell'emittente non siano corredati dalla relazione di una società di revisione: in particolare, essa non può essere effettuata se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarata impossibilitata ad esprimere un giudizio (art. 96 del TUF).

Anche tale preclusione, per quanto possa apparire vicina alla logica tradizionale, che tende a non consentire l'accesso a determinate attività a soggetti privi di prefissati requisiti, è in realtà pur sempre fondata su un principio di trasparenza. Il bilancio, infatti, la cui correttezza è attestata dalla società di revisione, rimane il principale strumento informativo sulla vita della società. Ciò vale anche per le società quotate, posto che il legislatore ha considerato la sollecitazione all'investimento come una situazione "rischiosa" per i risparmiatori, dal momento che comporta lo svolgimento di un'attività promozionale relativa all'operazione a differenza di quanto accade per il solo fatto che i titoli siano quotati su un mercato regolamentato.

Nella fase successiva al collocamento l'art. 114, comma 3, del TUF riveste un ruolo essenziale nel sistema di regole di protezione del pubblico dei risparmiatori. Questa norma, infatti, riconosce alla Consob il potere di richiedere agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano la pubblicazione di dati e notizie necessari per l'informazione degli investitori: tale norma è fra l'altro la fonte che ha consentito alla Consob di intervenire al fine di rafforzare l'assiduità e la capacità informativa dei dati contabili forniti dalla società, nonché di accrescere la trasparenza verso il mercato sulle operazioni straordinarie e su quelle con parti correlate.

Un esempio di applicazione concreta dello strumento informativo previsto dall'art. 114, comma 3, TUF, nell'ambito dei controlli effettuati dalla Consob sull'integrità del capitale degli emittenti quotati, è fornito da una decisione assunta di recente dalla Commissione nei confronti di alcuni emittenti quotati.

In particolare, in sede di rendicontazione semestrale o annuale, per alcune società quotate sono emerse rilevanti difficoltà operative e finanziarie che hanno messo in discussione la stessa continuità aziendale: in presenza di tali incertezze, i revisori di questi emittenti si sono dichiarati impossibilitati ad esprimere un giudizio sulla relativa documentazione contabile.

La presenza sul mercato di società caratterizzate da rilevanti difficoltà operative e finanziarie ha evidenziato l'esigenza di garantire agli azionisti e agli investitori una adeguata, completa e tempestiva informativa in merito all'evoluzione della situazione aziendale. Tale informativa è apparsa infatti essenziale ai fini di una corretta valutazione della valorizzazione di queste società.

In virtù della precaria situazione economico-finanziaria in cui si sono venute a trovare queste società, la Consob ha ritenuto opportuno e necessario che il mercato venisse costantemente informato in ordine all'evoluzione della situazione stessa, nonché, per alcune di esse, allo stato di attuazione del piano industriale/finanziario, e per altre, ad una informativa puntuale sulle modalità di copertura del fabbisogno finanziario.

E' stato quindi richiesto a queste società, ai sensi dell'art. 114, comma 3, TUF, di fornire al mercato, con cadenza mensile e tramite la diffusione di appositi comunicati stampa, le informazioni sopra descritte.

Si è ritenuto che la cadenza mensile, oltre a quella ordinariamente prevista (e consistente nella diffusione dei comunicati stampa in sede di approvazione del bilancio e delle relazioni semestrale e trimestrale), potesse assicurare, a livello informativo, un aggiornamento più tempestivo sulla situazione critica di queste società.

Un ulteriore caso in cui la Consob esercita (ai sensi dell'art. 114, comma 3) un'attività di controllo che riguarda indirettamente l'integrità del capitale di un emittente quotato è rappresentato dalle "crisi aziendali" che investono alcune società quotate, in conseguenza delle quali l'emittente incorre nella situazione di perdite del capitale disciplinata dall'art. 2446 cod. civ.

In tale circostanza, come noto, non è previsto per gli emittenti quotati un obbligo di informazione preventiva nei confronti della Consob: l'art. 2446, comma 1, cod. civ. prevede che la relazione degli amministratori sulla situazione patrimoniale della società, unitamente alle osservazioni del collegio sindacale, debba restare depositata presso la sede sociale otto giorni prima dell'assemblea affinché i soci possano prenderne visione.

L'art. 74⁷ del Regolamento Emittenti prevede che gli emittenti quotati, almeno otto giorni prima dell'assemblea, mettano a disposizione del pubblico la relazione illustrativa degli amministratori oltre che presso la sede legale anche presso la società di gestione del mercato: l'art. 94 del citato Regolamento prevede che detta relazione sia trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione al pubblico.

Ne consegue, pertanto, l'impossibilità, per la Consob, di svolgere un controllo preventivo su tale relazione.

Considerato che in alcuni casi la relazione illustrativa redatta dall'emittente non contiene alcuni degli elementi informativi richiesti dallo schema in quanto, ad esempio, la società non ha ancora definito con le banche creditrici la rinegoziazione dell'indebitamento finanziario, ovvero non ha ancora approvato un piano di sviluppo della società, avuto riguardo alle prospettive della continuità

⁷ Nell'ipotesi prevista dall'art. 2446 cod. civ., il regolamento Emittenti, sulla base di quanto previsto dall'art. 114, comma 3, prevede che la relazione illustrativa degli amministratori sia redatta secondo lo schema n. 5 dell'Allegato 3A. Questo schema prevede la descrizione della situazione patrimoniale e del conto economico redatti a data recente rispetto alla data prevista per l'assemblea; la composizione della posizione finanziaria a livello individuale e di gruppo a breve e a medio/lungo termine; le proposte relative ai provvedimenti da assumere per il ripianamento delle perdite e all'eventuale aumento del capitale sociale; le iniziative che l'Emittente intende assumere per il risanamento della gestione e per il mantenimento di condizioni di continuità aziendale e, infine, nel caso in cui siano stati approvati o siano in corso di approvazione, la descrizione dei piani di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario, nonché l'indicazione dei principali contenuti di detti piani e dei prevedibili effetti sull'andamento gestionale dell'Emittente derivanti dall'attuazione dei medesimi.

aziendale, ovvero non ha ancora descritto in modo esaustivo la composizione dell'indebitamento finanziario netto in tutte le sue componenti attive e passive, al fine di assicurare una adeguata informativa agli azionisti e al mercato, ai sensi dell'art. 114, comma 3, TUF, la Consob richiede a tali società di rendere note nel corso dell'assemblea, convocata per adottare i provvedimenti conseguenti alla situazione ex art. 2446 cod. civ., quelle informazioni che non sono state adeguatamente rappresentate nella relazione illustrativa degli amministratori.

Bilancio e informazione contabile

Com'è noto, il codice civile detta disposizioni molto pregnanti circa la formazione del bilancio, in chiave anche di tutela del patrimonio sociale. Nel settore di competenza della Consob la tutela dell'investimento dei soci è realizzata primariamente attraverso un supplemento di informativa, che riguarda sia i documenti da mettere a disposizione in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio, sia le modifiche eventualmente deliberate dall'assemblea al bilancio, sia il contenuto della nota integrativa (deve indicare i compensi corrisposti agli amministratori, ai sindaci e ai direttori generali, a qualsiasi titolo ed in qualsiasi forma, anche da società controllate) e della relazione sulla gestione (deve precisare le partecipazioni detenute negli emittenti e nelle controllate, dagli amministratori, sindaci e direttori generali, nonché dai coniugi e dai figli minori, direttamente o indirettamente) (cfr. artt. 77-79 del Regolamento Emittenti).

Affinché questa informativa sia veramente efficace occorre che i dati in tal modo diffusi siano non soltanto attendibili, ma anche tra loro agevolmente comparabili e frequentemente pubblicati, in modo da garantire un flusso continuo ed aggiornato di notizie. A questo scopo la Consob ha provveduto a dettare nel proprio Regolamento disposizioni attuative dell'art. 2428, comma 3, c.c., in materia di criteri di redazione e modalità di pubblicazione della relazione semestrale (art. 81), nonché previsioni che obbligano a redigere una relazione trimestrale, predisposta secondo i principi dettati per i conti annuali e consolidati, che deve evidenziare, tra l'altro, le più rilevanti variazioni rispetto ai periodi precedenti e la prevedibile evoluzione dell'attività con riferimento all'esercizio in corso (art. 82).

Com'è agevole rilevare anche in quest'ambito la Consob, se individua imprecisioni contabili o carenze informative sulla situazione economico-patrimoniale descritta dal bilancio non ha poteri diretti di intervento, ma può soltanto indurre gli emittenti a precisare i dati e le notizie pubblicati, ovvero a diffondere ulteriori informazioni (art. 114, comma 3, del TUF). Anche il potere discrezionale di impugnare il bilancio di una società con azioni quotate sottoposto al giudizio di una società di revisione, conferitole dall'art. 157, comma 2, del TUF costituisce una sorta di intervento di *extrema ratio* volto a correggere eventuali distorsioni dell'informativa fornita al pubblico con il bilancio medesimo, attraverso peraltro l'inevitabilmente lungo e complesso iter di un'azione giudiziaria. Al termine di tale iter il bilancio potrebbe essere modificato; è talvolta peraltro

avvenuto che la "minaccia" di un'impugnativa abbia indotto alcuni emittenti ad apportare direttamente le modifiche ritenute opportune dalla Consob o a realizzare un'integrazione informativa che pervenisse al medesimo risultato.

I casi di impugnativa rappresentano da questo punto di vista una sorta di presa d'atto di una indisponibilità della società a fare piena chiarezza. Sono in tal senso emblematici i due casi più recenti (su cui v. casistica).

Operazioni straordinarie e con parti correlate

Sempre in attuazione dell'art. 114, comma 3, la Consob è inoltre intervenuta anche nei confronti delle operazioni straordinarie, quali fusioni, scissioni, acquisizioni, cessioni e aumenti di capitale non rivolti al pubblico, che presentano forti punti di contatto con la disciplina tradizionalmente posta a tutela della formazione e dell'integrità del capitale sociale. Anche in quest'ambito la Consob ha dettato, nel proprio Regolamento Emittenti (art. 70 e ss.), norme volte ad aumentare il grado di trasparenza delle informazioni accessibili agli investitori, consistenti nell'obbligo di mettere a disposizione del pubblico tutta una serie di dati e notizie sulle operazioni medesime, oltre che, per le operazioni di maggior rilievo, un documento informativo, che illustri le principali caratteristiche di esse.

La vigilanza della Commissione sul punto non supera, in ogni caso, quel controllo di trasparenza che le è assegnato dalla legge: in particolare, essa non interviene sul merito dell'operazione, in quanto non spetta ad essa, bensì ai risparmiatori interessati, valutarne la convenienza, sulla base delle informazioni rese pubbliche. Basti pensare, al riguardo, che nel caso di una fusione la Consob verifica che siano state rese pubbliche le informazioni richieste dall'art. 70 del Regolamento, ma non interviene a valutarne il contenuto economico, rappresentato dalla realizzazione di sinergie industriali e razionalizzazioni; con ciò non contrasta il fatto che la Consob verifica caso per caso le operazioni di fusione, nel loro disegno unitario, per controllare se vi siano elementi tali da far ritenere che in una fattispecie concreta il ricorso alla fusione sia strumentale al fine di acquisire una partecipazione rilevante in una società quotata in elusione alla disciplina dell'OPA obbligatoria⁸.

La Consob ovviamente conosce quali siano le operazioni che possono pregiudicare la situazione patrimoniale delle società: su di esse accende un faro che ne accresce la trasparenza, ma non può fermarle o contribuire a ristrutturarle. Un esempio tipico è in questo senso l'interessamento sulle operazioni con parti correlate⁹. Tali operazioni, come del resto quelle atipiche o inusuali, sono da

⁸ Cfr. i presupposti per l'esenzione dall'OPA in caso di fusione, di cui all'art. 49, comma 1, lett. f) del Regolamento Emittenti: "L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'art. 106 del Testo Unico se: ...è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate, in base ad effettive e motivate esigenze industriali, con delibera assembleare della società le cui azioni dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta.", con i chiarimenti forniti dalle Comunicazioni Consob n. DIS/23651 del 28 marzo 2000 e DIS/42498 dell'1 giugno 2000.

⁹ La Consob ha definito le parti correlate con la comunicazione n. DEM/2064231 del 30 settembre 2002. "Le parti correlate sono definite come segue:

tempo (almeno a partire dalla comunicazione del 20 febbraio 1997 sui controlli societari) state individuate dalla Consob come quelle che più presentano rischi di conflitti di interessi o di danni all'integrità aziendale. E' per questo che su di esse è stata incrementata la trasparenza, utilizzando tutti gli strumenti a disposizione della Consob. Ad esempio, sempre in attuazione dell'art. 114, comma 3, è stato previsto che proprio quelle operazioni con parti correlate, che "per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale" (art. 71-bis del Regolamento) richiedano la pubblicazione di un dettagliato documento informativo, contenente le informazioni previste in un apposito schema. Ulteriori interventi sulle operazioni con parti correlate sono stati compiuti nell'ambito della vigilanza sul collegio sindacale e sui revisori (su cui vedi oltre).

Si dovrebbe, quindi, rafforzare la responsabilità degli amministratori e dei soggetti che svolgono funzioni di controllo in merito a operazioni che possono risultare critiche con riguardo agli interessi degli investitori in ragione della natura dei soggetti coinvolti, in quanto parti correlate o società off-shore¹⁰.

Trasparenza sulla composizione del capitale.

Un'ulteriore area su cui incide la trasparenza prevista dalla normativa sul mercato mobiliare è la composizione del capitale sociale delle società quotate. Il TUF ha infatti confermato, con un'ampia delegificazione, la disciplina già esistente a partire dalla legge istitutiva della Consob (l. 216 del 1974) in materia di partecipazioni rilevanti al capitale¹¹, che è una delle più restrittive in Europa, a partire dal limite minimo di partecipazione che impone la trasparenza già al 2%, mentre, ad esempio, è il 3% in Gran Bretagna, il 5% in Francia ed il 10% nella direttiva comunitaria. La funzione preminente del sistema è quella di rendere note le posizioni di potere dei principali azionisti: esso presenta degli indubbi punti di

- a) i soggetti che controllano, sono controllati da, o sono sottoposti a comune controllo con l'emittente;
- b) gli aderenti, anche in via indiretta a patti parasociali di cui all'art. 122, comma 1, del D. Lgs. n. 58/98, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto, se a tali patti è conferita una partecipazione complessiva di controllo;
- c) i soggetti collegati all'emittente e quelli che esercitano un'influenza notevole sull'emittente medesimo;
- d) coloro ai quali sono attribuiti poteri e responsabilità in ordine all'esercizio delle funzioni di amministrazione, direzione e controllo nell'emittente;
- e) gli stretti familiari delle persone fisiche comprese nelle lettere a), b), c) e d);
- f) i soggetti controllati dalle persone fisiche ricomprese nelle lettere b), c), d) ed e), o sui quali le persone fisiche ricomprese nelle lettere a), b), c), d), ed e) esercitano un'influenza notevole;
- g) i soggetti che hanno in comune con l'emittente la maggioranza degli amministratori."

¹⁰ Vedi Cervone "L'EVOLUZIONE DELLE REGOLE E DELLA VIGILANZA NEL CONTESTO INTERNAZIONALE" intervento all'assemblea ordinaria Assiom 2004 in www.consob.it

¹¹ Ai sensi dell'art. 120 del TUF (commi 2 e 3) tutti coloro che partecipano in una società quotata in misura superiore al due per cento ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob e, analogamente, le società quotate che partecipano in misura superiore al dieci per cento al capitale di una società non quotata o di una società a responsabilità limitata ne danno comunicazione alla società partecipata ed alla Consob. La Consob, avvalendosi dei poteri conferitile dalla medesima norma, ha stabilito, nel proprio Regolamento Emittenti, tra le altre cose, che debbano essere comunicati (sempre alla società partecipate e ad essa, entro cinque giorni di mercato aperto dall'operazione che fa sorgere l'obbligo, indipendentemente dalla data di esecuzione, tramite i modelli appositamente previsti, in allegato al Regolamento) il superamento delle soglie percentuali del 2, 5, 7.5, 10 e successivi multipli di 5, nonché la riduzione della partecipazione entro le soglie indicate.

contatto con l'informativa sui patti di sindacato che ha già formato oggetto di un intervento nella giornata di ieri.

L'inadempimento dell'obbligo di comunicazione comporta la sanzione civilistica dell'impossibilità di esercitare il diritto di voto: in caso di inosservanza del divieto la deliberazione assembleare è impugnabile ai sensi dell'art. 2377 del codice civile, se senza il voto di coloro che avrebbero dovuto astenersi non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza. L'impugnazione può essere proposta anche dalla Consob entro sei mesi dalla data della deliberazione o se essa è soggetta ad iscrizione nel registro delle imprese entro sei mesi dall'iscrizione.

Le percentuali del 2% per le società quotate e del 10% per le società non quotate indicate dall'art. 120 rilevano anche ai fini della disciplina delle partecipazioni reciproche¹². Lo scopo della regolamentazione in materia non è tanto quello di evitare fenomeni di annacquamento del capitale sociale (fra l'altro, a differenza di quanto stabilisce l'art. 2357 c.c. per l'acquisto di azioni proprie, non è escluso che le società impieghino nell'acquisto di partecipazioni reciproche somme eccedenti gli utili e le riserve disponibili), quanto quello di evitare che venga alterato il corretto funzionamento delle relative assemblee, attraverso l'utilizzazione concordata da parte degli amministratori dei diritti di voto di cui ciascuna società dispone nell'altra.

E' interessante notare che il TUF stabilisce, diversamente dalla disciplina previgente, che il limite del due per cento possa essere elevato al cinque se il superamento ha luogo a seguito di un accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria di entrambe le società. Tale norma è stata motivata, nell'ottica di un adeguamento a quanto già previsto nelle legislazioni di altri paesi europei (tendenzialmente meno rigide sul punto), dall'intenzione di incentivare la formazione di alleanze industriali, fondate appunto su incroci azionari¹³.

Pertanto, dal momento che la disciplina in materia di partecipazioni reciproche si potrebbe prestare ad un uso distorto, cioè fungere da barriera antiscaletta, è esplicitamente previsto che essa non trovi applicazione quando i limiti sono superati a seguito di un'offerta pubblica di acquisto diretta a conseguire almeno il sessanta per cento delle azioni ordinarie.

¹² Il successivo art. 121 stabilisce, infatti, che fuori dal caso di controllo (per il quale si applica quanto previsto dal codice civile), nel caso di partecipazioni reciproche che eccedono i limiti di cui ai commi 2 e 3 dell'art. 120 la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni o quote eccedenti e deve alienarle entro dodici mesi dalla data in cui ha superato il limite. In caso di mancata alienazione entro il termine previsto la sospensione del diritto di voto si estende all'intera partecipazione. Se non è possibile accertare quale delle due società ha superato il limite successivamente la sospensione del diritto di voto e l'obbligo di alienazione si applica ad entrambe, salvo loro diverso accordo.

¹³ Per il caso di inosservanza sono previsti gli stessi rimedi civilistici già indicati con riferimento all'omissione delle comunicazioni sulle partecipazioni: la delibera assunta è impugnabile ai sensi dell'art. 2377 c.c. e l'impugnativa può essere proposta anche dalla Consob, nei medesimi termini sopra considerati.

Mutamento del controllo e tutela dell'investimento.

La trasparenza in materia di partecipazioni al capitale di una società quotata riveste particolare rilievo con riferimento all'acquisizione di una partecipazione di controllo solitario o congiunto. Com'è noto, il legislatore italiano ha introdotto già con la legge n. 149 del 1992 un sistema di offerta pubblica di acquisto (OPA) obbligatoria per il caso del trasferimento di pacchetti di controllo di società quotate. Tale scelta è stata mantenuta nel TUF, con alcune modifiche rispetto alla disciplina previgente.

La regolamentazione tutela gli azionisti di minoranza, consentendo loro di poter uscire dalla società a prezzi di mercato e facendoli beneficiare di una parte del premio di controllo. Inoltre, sono stati previsti meccanismi che tengono conto della necessità di non "ingessare" il mercato del controllo societario, quali la soglia fissa al trenta per cento (che consente una libertà di movimento al di sotto, salvi gli obblighi di trasparenza), un prezzo dell'offerta successiva tendenzialmente inferiore a quello della transazione con cui è stato trasferito il controllo in quanto mediato con il prezzo di mercato degli ultimi 12 mesi, la possibilità di acquisire il controllo tramite un'offerta preventiva, che però deve essere totalitaria, salvo alcune ipotesi particolari in cui può essere parziale, con il minimo del 60%.

Sono inoltre precisate, direttamente dalla legge con integrazioni regolamentari da parte della Consob, molteplici ipotesi nelle quali pur essendosi verificato il superamento della soglia del 30% l'obbligo di offerta non sorge. Fra queste particolare rilevanza hanno la già citata ipotesi di fusione per la quale si ritiene che sussistano altri strumenti civilistici di tutela degli azionisti (*quorum* deliberativi, pareri di congruità, recesso in alcuni casi) e quella di "salvezza", che il Regolamento Consob limita alla "sottoscrizione di un aumento di capitale in presenza di un piano di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi, comunicato alla Consob e al mercato" (art. 49, comma 1, lett. b).

Occorre mettere in evidenza che la circostanza che la Consob, normalmente in base a richieste di parere provenienti da operatori del mercato si pronunci in via preventiva, esprimendo il proprio orientamento se una determinata operazione darebbe, ove realizzata, luogo ad un obbligo di offerta, rappresenta soltanto un'attenzione ad istanze di conoscenza del mercato, ma non produce effetti diversi dalla diffusione di un'opinione, per quanto autorevole, né può incidere sui rapporti tra i privati coinvolti dall'operazione. In ogni caso, la Consob è molto cauta nel rispondere a tali richieste, stanti le implicazioni che potrebbero talora derivarne per soggetti diversi da quelli che hanno presentato i quesiti.

In altre parole, l'obbligo di OPA discende direttamente dalla legge (art. 105 e ss. del TUF) ed il suo mancato adempimento determina le conseguenze negative previste dall'ordinamento, cioè il divieto di esercitare il diritto di voto ed il connesso obbligo di alienare la partecipazione eccedente la soglia, con il potere della Consob di impugnare le delibere assembleari in cui abbia votato il socio che non ha promosso l'offerta e di proporre l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie da 10 a 200 milioni di lire (art. 192 del TUF). Inoltre, secondo una

giurisprudenza ormai consolidata, all'obbligo di OPA non corrisponde un diritto soggettivo degli azionisti dell'emittente, bensì soltanto un interesse dell'ordinamento al buon funzionamento del mercato e del controllo societario (Trib. Milano, 20 marzo 2000, sul caso Olcese e Corte d'Appello di Milano, 27 gennaio 1998, sul caso Montedison).

In materia di OPA la trasparenza non opera soltanto a livello delle soglie che rendono operante l'obbligo, ma anche durante tutto lo svolgimento dell'operazione, sia che essa conduca all'acquisizione del controllo sia che essa abbia come obiettivo l'acquisizione del controllo (la c.d. OPA preventiva, come quella su Telecom del 1999, che rimane la più grande finora mai promossa in Italia).

Anche nel caso di OPA, infatti, è prevista la pubblicazione di un documento informativo, "*contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta*" (art. 102, comma 1), in merito al quale la Consob può indicare informazioni integrative da fornire e specifiche modalità di pubblicazione.

Un elemento informativo di particolare importanza ai fini della valutazione dell'offerta da parte dei risparmiatori è costituito (soprattutto nel caso di offerta preventiva non previamente concordata con gli amministratori) dal comunicato da parte dell'emittente i titoli oggetto dell'offerta, che il TUF ha reso obbligatorio al fine di indurre gli amministratori in carica a pronunciarsi sugli effetti che l'ingresso di un nuovo controllante può avere sull'assetto azionario della società, in tal modo contribuendo alla consapevolezza della eventuale decisione di disinvestimento che gli azionisti devono prendere¹⁴.

La tutela dell'investimento societario viene realizzata quindi, in caso di OPA, attraverso obblighi di trasparenza, sul corretto adempimento dei quali spetta alla Consob vigilare, ed un meccanismo di "exit" dalla società quotata che deriva direttamente dalle previsioni del TUF.

La tutela dell'azionista di minoranza realizzata tramite l'OPA obbligatoria presenta dal punto di vista teorico rapporti indiretti con la tutela del patrimonio. Infatti il presupposto economico che giustifica la previsione di un obbligo così costoso per il nuovo controllante è la possibilità che tale soggetto possa percepire dalla società, grazie alla sua posizione di dominio, i c.d. "benefici privati", vale a dire vantaggi che non vengono suddivisi con gli altri soci. Dal punto di vista teorico pertanto l'OPA rappresenta una sorta di referendum sulla futura gestione della società: chi prevede una gestione favorevole a tutti i soci dovrebbe essere meno

¹⁴ Questo documento, con le eventuali integrazioni richieste dalla Consob, deve essere reso noto al mercato entro il primo giorno del periodo di adesione all'offerta e deve contenere ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta, una valutazione motivata degli amministratori su di essa e rendere nota la eventuale decisione di convocare assemblee per l'autorizzazione al compimento di atti che possono contrastare l'offerta. Inoltre la Consob, in base ai poteri conferitile dall'art. 103, ha dettato nel Regolamento Emittenti una serie di disposizioni volte ad assicurare che l'offerta si svolga in modo trasparente, sia relativamente ai messaggi ed alle dichiarazioni diffuse nel corso di essa, sia a proposito delle operazioni effettuate dai soggetti interessati sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, sia in merito alla diffusione dei dati circa l'andamento della raccolta delle adesioni all'offerta (art. 41 del Regolamento).

disposto a vendere; al contrario chi teme che il nuovo controllante sia un *raider* che possa far perdere valore alla società e al suo patrimonio dovrebbe essere desideroso di uscirne. E' pertanto evidente l'importanza che assume in tale contesto il fatto che venga fornita al mercato una corretta informazione circa le caratteristiche del nuovo controllante e le sue intenzioni.

La vigilanza su revisori e sindaci.

Un cenno va fatto anche ai compiti della Consob di vigilanza sui "controllori" che apparentemente più sembrerebbero allontanarsi dal tema della trasparenza.

La Consob, infatti, vigila sulle società di revisione, che esercitano il controllo sulle società con azioni quotate (nonché su quelle con azioni diffuse) e, seppure in modo più limitato e con meno strumenti a disposizione, controlla anche l'operato dei sindaci delle società con azioni quotate.

Con riferimento alle prime, le stesse, come noto, sono iscritte ad un albo tenuto dalla Consob e sottoposte alla sua vigilanza, volta a controllarne l'indipendenza e l'idoneità tecnica. A partire dall'1.1.2004 la Consob (per effetto della riforma del diritto societario, art. 2409-bis, secondo comma) vigilerà anche su società di revisione non iscritte all'albo, limitatamente agli incarichi che queste ricevano da società con azioni diffuse.

La vigilanza sulle società di revisione è essenzialmente volta, nei limiti degli strumenti disponibili, a controllare la qualità del lavoro del revisore. Aspetto centrale di essa sono le metodologie di lavoro: non a caso la Consob detta, con il consenso degli ordini professionali, i principi di revisione ed è tenuta a verificare l'idoneità tecnica della società di revisione, anche dal punto di vista della struttura organizzativa di cui dispone. Si tratta inevitabilmente di una vigilanza successiva: l'autorità verifica come la società di revisione ha espletato il proprio lavoro in determinati casi concreti, ad esempio al fine di comprendere se problemi emersi sul bilancio di una quotata potevano essere evitati da un miglior lavoro del revisore.

Le società di revisione d'altra parte non intervengono soltanto sul bilancio ma, come già visto, svolgono anche attività che ancora più direttamente presentano rapporti con la salvaguardia del patrimonio. Il lavoro che il revisore deve compiere prima del rilascio dei già citati pareri di congruità non è però tanto un lavoro valutativo circa il prezzo o il valore di scambio dell'azione della società quanto un lavoro di verifica della correttezza dei metodi usati dagli amministratori (e da eventuali *advisors* di questi) per la valutazione.

Pertanto: la Consob controlla, essenzialmente *ex post*, la correttezza dell'operato dei revisori, che a loro volta controllano la correttezza dell'operato degli amministratori, in sede di informativa contabile o di valutazioni per le operazioni straordinarie. E' evidente che più la Consob riesce ad affermare principi di correttezza e indipendenza, più dovrebbe crescere l'efficacia media del controllo

che i revisori fanno sulle valutazioni compiute dagli amministratori e conseguentemente la stessa credibilità di tali valutazioni.

Con riguardo ai sindaci, il controllo della Consob sul loro operato è meno penetrante di quello sulle società di revisione; in sintesi, la Consob è destinataria di segnalazioni da parte dei sindaci sulle irregolarità degli amministratori e li può sanzionare in via amministrativa in caso di inadempimento a tale obbligo di informazione; può altresì effettuare nei confronti dei sindaci una denuncia al Tribunale ex art. 2409 in presenza di gravi irregolarità nello svolgimento dei loro compiti.

In proposito le modifiche che la riforma del diritto societario ha apportato al testo all'art. 2409 del codice civile, che contempla ormai tra i presupposti della denuncia al Tribunale esclusivamente le gravi irregolarità degli amministratori, non si ritiene possano intaccare, in forza del principio di specialità, la legittimazione conferita alla Consob dall'art. 152 del TUF, in presenza di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri dei sindaci delle quotate. Si rammenta che l'intera disciplina sulle quotate del TUF è fatta salva dall'art. 2325 bis, comma 2, del codice civile, a tenore della quale *"Le norme di questo capo si applicano alle società emittenti di azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali"*.

L'uso che la Consob può fare delle informazioni che riceve dai sindaci e, più in generale, l'obiettivo di fondo a cui il controllo dell'autorità sui tali soggetti tende è ancora una volta essenzialmente informativo. Ne è prova evidente la Comunicazione Consob n. 1025564 del 6 aprile 2001, con la quale la Commissione ha raccomandato un contenuto minimo della relazione sull'attività svolta che il collegio deve effettuare all'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio: tale contenuto è strutturato in modo da fornire ai soci informazioni su ciascun aspetto del controllo sull'amministrazione di competenza dei sindaci ed indirettamente sugli aspetti maggiormente critici della gestione compiuta dagli amministratori. Con questa Comunicazione, in sostanza la Consob spinge i sindaci non solo a fare meglio i controlli ma anche ad assumere pienamente una funzione di trasparenza nei confronti dei soci.

Fra le operazioni su cui i sindaci devono riferire (e che, viene implicitamente affermato, devono costituire oggetto prioritario del loro controllo) particolare enfasi è posta sulle operazioni atipiche rispetto all'ordinaria attività di gestione e su quelle che sono realizzate con società infragruppo o con soggetti a vario titolo collegati agli azionisti o al *management* dell'emittente stesso (le c.d. parti correlate), per le quali viene sottolineata la necessità di verificare la loro effettiva rispondenza all'interesse sociale. Si rammenta che in un altro contesto (il già citato art. 71-bis del Regolamento Emittenti in materia di informazione periodica sulle operazioni con parti correlate) le operazioni di tal genere che assumono maggior rilievo vengono definite come quelle *"che per oggetto, corrispettivo, modo o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente"*.

Anche la vigilanza sui sindaci, pertanto, da un lato persegue finalità informative, dall'altro, attraverso la pressione su di essi perché effettuino il controllo interno sulle operazioni maggiormente rischiose e ne riferiscano ai soci, può avere effetti indiretti sulla salvaguardia del patrimonio sociale.

I problemi emersi dall'analisi delle crisi societarie

Gli episodi di crisi che si sono manifestati nel corso del 2003, pur nella diversità delle loro specifiche caratteristiche, hanno evidenziato alcune aree critiche, con riferimento a due aspetti fondamentali per la fiducia del mercato:

- la qualità dell'informazione societaria e l'efficacia dei relativi meccanismi di controllo, interni ed esterni alla società;
- la correttezza dei rapporti tra risparmiatori e intermediari e l'incidenza che su di essa può avere la circostanza che gli intermediari svolgono una molteplicità di funzioni.

La qualità dell'informativa societaria è la prima condizione per il corretto funzionamento del mercato dei capitali e per la tutela degli investitori. Compito del sistema di regole non è infatti quello di impedire il verificarsi di crisi societarie, pur se la loro prevenzione è dovere di tutti, quanto di dotare il mercato di un'informazione chiara, completa e tempestiva su tutti gli elementi che possono contribuire a fondare le decisioni di investimento, fornendo un quadro adeguato delle condizioni di rischiosità legate alle diverse situazioni, anche di difficoltà o di crisi, in cui possono venirsi a trovare le società quotate¹⁵.

Un'informazione societaria inadeguata comporta ritardi e "sviamenti" nella rilevazione delle situazioni critiche che limitano la possibilità di reazione dei vari soggetti:

- gli investitori, che potrebbero adeguare i propri comportamenti sulla base di una corretta valutazione delle condizioni di rischiosità degli strumenti finanziari;
- le Autorità di vigilanza, che potrebbero innescare meccanismi correttivi richiedendo l'approfondimento e l'ampliamento delle informazioni disponibili;
- i soggetti che contribuiscono all'analisi e alla valutazione dei titoli e degli emittenti (analisti, società di *rating*, etc.), che potrebbero fornire ulteriori segnali di grande rilevanza per le scelte del mercato.

La qualità dell'informazione societaria, che deve essere chiara, tempestiva e completa, dipende dalla capacità dei meccanismi di controllo interni ed esterni della gestione delle società di prevenire e di ostacolare efficacemente i fenomeni di falsificazione e occultamento di informazioni.

¹⁵ Vedi Cervone "L'EVOLUZIONE DELLE REGOLE E DELLA VIGILANZA NEL CONTESTO INTERNAZIONALE" intervento all'assemblea ordinaria Assiom 2004 in www.consob.it

Peraltro, alcune tendenze evolutive del mercato rendono più difficile il funzionamento della struttura dei controlli. I casi recenti hanno evidenziato come le maggiori aree di criticità nella trasparenza degli emittenti derivino dalle gestioni finanziarie delle imprese, caratterizzate da opacità e da una capacità "moltiplicativa" delle risorse e degli impegni. Inoltre, è cresciuta la tendenza a realizzare la gestione finanziaria attraverso una estesa e complessa articolazione di relazioni finanziarie con altre società del gruppo, molte delle quali residenti in centri *off-shore* e create con la funzione di società veicolo con il concorso di banche internazionali. La diffusione di tali pratiche incide negativamente sulla capacità di verifica, nonché sull'unitarietà delle funzioni e delle responsabilità della revisione. Il problema è acuito dal mancato rispetto di *standard* di regolamentazione nei centri *off-shore* nei quali è possibile creare fondi di investimento e società senza dover sottostare a oneri e/o controlli in materia di informazione, registrazione delle transazioni, libri contabili.

Per quanto riguarda la correttezza delle relazioni tra intermediari e investitori, sono emersi problemi legati alla presenza di conflitti di interessi nell'ambito della natura polifunzionale delle attività svolte dagli intermediari. In alcuni casi, le scelte d'investimento dei risparmiatori sono state orientate verso strumenti finanziari caratterizzati da uno spettro di combinazioni rischio/rendimento troppo ampio. Tali problemi sono emersi sia nel collocamento delle obbligazioni in presenza di situazioni di crisi dell'emittente, sia nel collocamento di alcune tipologie innovative di prodotti finanziari.

Nelle vicende che hanno recentemente interessato diversi emittenti è emerso che numerose banche, nella prestazione dei servizi di investimento, hanno venduto alla clientela *retail* in modo non conforme strumenti finanziari e, in molti casi, non sono stati correttamente adempiuti gli obblighi informativi e valutativi connessi alla prestazione dei servizi di investimento.

Le circostanze descritte rafforzano la necessità di accrescere gli *standard* etici nella prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari bancari, nella consapevolezza della diversità tra il cliente/depositante e il cliente/investitore, figure profondamente differenti dal punto di vista del rischio assunto nel rapporto con la banca: il depositante gode infatti della sostanziale certezza del rimborso dei propri risparmi, l'investitore si accolla il rischio dell'operatività diretta sul mercato.

In tale scenario, si impongono agli intermediari bancari modalità di prestazione dei servizi di investimento che ne riconoscano e valorizzino la strutturale specificità rispetto all'attività bancaria in senso stretto. Appare essenziale che gli intermediari rilevino, rappresentino e comunichino ai clienti i rischi connessi all'investimento diretto in strumenti finanziari, affinché questi pongano in essere scelte d'investimento e di disinvestimento effettivamente consapevoli dei rischi assunti.

Il problema del conflitto di interessi coinvolge peraltro trasversalmente tutte le principali funzioni del mercato finanziario.

Il novero delle situazioni di conflitto di interessi è ampio e include i comportamenti: degli intermediari nei confronti dei risparmiatori/investitori loro clienti e delle imprese cui forniscono diverse tipologie di servizi finanziari; degli esponenti delle imprese quotate nei confronti dei soggetti terzi con cui esse interagiscono (i loro azionisti, in primo luogo, ma anche i creditori, i fornitori, i lavoratori e lo Stato stesso); dei soggetti che svolgono funzioni di controllo all'interno e all'esterno delle società (amministratori indipendenti, sindaci e società di revisione); dei soggetti che forniscono analisi e valutazioni sugli emittenti (analisti e società di *rating*).

La crescente pervasività delle situazioni di conflitto di interessi, cui si è fatto fronte sinora con iniziative di *moral suasion* e l'uso di un apparato di accertamento e di irrogazione delle sanzioni non sempre adeguato, rende indispensabile un deciso adeguamento del quadro normativo e dell'azione di vigilanza.

Interventi di riforma della disciplina del mercato finanziario

L'adeguamento del quadro normativo, che si rende necessario per rispondere alla crisi di fiducia e per adeguare il nostro sistema all'evoluzione del contesto internazionale, richiede una strategia di intervento articolata, capace di incidere sull'architettura del sistema di vigilanza, sulla definizione di nuove regole specifiche atte a modificare comportamenti e funzioni per i quali sono emerse le principali criticità, sulla disponibilità e sull'efficacia dei poteri di accertamento e degli strumenti sanzionatori.

Su tali temi si è ormai da tempo avviato nel nostro paese e in diverse sedi istituzionali un ampio dibattito che ha condotto alla presentazione di numerosi disegni e proposte di legge, successivamente confluiti nel disegno di legge unificato recante interventi per la tutela del risparmio, attualmente all'esame delle Commissioni riunite VI e X della Camera. In molteplici occasioni la Consob ha espresso il proprio contributo, segnalando i principali aspetti e contenuti che l'intervento riformatore dovrebbe considerare al fine di un efficace adeguamento della disciplina nazionale alle rinnovate istanze di tutela degli investitori ed alla evoluzione della normativa e degli orientamenti internazionali.

Razionalizzazione del sistema di vigilanza sul mercato finanziario

Per quanto riguarda l'architettura del sistema di vigilanza, l'attuale legislazione è imperniata da tempo su un sistema dei controlli organizzato per finalità. L'adozione di tale modello presenta indubbi vantaggi: evita i possibili conflitti di interessi fra le finalità dei controlli, intrinseci nei modelli di vigilanza accentrata o per soggetti e, attraverso la specializzazione delle diverse Autorità competenti, accresce l'efficacia dei controlli stessi.

Il sistema vigente presenta tuttavia imperfezioni che ne alterano la *ratio*: prodotti analoghi beneficiano di trattamenti diversi e l'esperienza dell'Autorità competente in materia di trasparenza e correttezza non è compiutamente

impiegata mancandole aree che sono invece affidate a istituzioni specializzate in materia di vigilanza prudenziale.

Elementi di non coerenza e non completezza persistono con riferimento alla sollecitazione del pubblico risparmio, a causa dell'esclusione delle obbligazioni bancarie e di altri prodotti bancari e assicurativi aventi natura finanziaria dall'obbligo di prospetto, e con riferimento ai controlli sui fondi comuni di investimento e sui fondi pensione, per i quali profili di trasparenza e correttezza delle gestioni sono attualmente assorbiti nell'orbita della vigilanza di tipo prudenziale.

La completa attuazione del modello di vigilanza per finalità rappresenta un obiettivo cui dovrebbe tendere il processo riformatore per garantire in pieno la coerenza e l'efficacia dell'azione di vigilanza, considerato soprattutto il venir meno delle tradizionali differenze settoriali dell'intermediazione finanziaria, sia per quanto riguarda le attività dei soggetti che vi operano sia per quanto riguarda i prodotti finanziari oggetto dell'attività. *La tutela dell'integrità del mercato finanziario dipende dalla qualità dei comportamenti di tutti i soggetti che vi operano, ciascuno per il proprio ruolo*¹⁶.

Detto approccio sembra, altresì, essere coerente con quanto previsto in ambito comunitario dove non sono più consentite esenzioni dall'obbligo di prospetto per i titoli emessi dagli enti creditizi, prevedendosi semplicemente la possibilità di ricorrere a schemi di prospetto semplificati la cui approvazione dovrà rientrare nella competenza dell'Autorità amministrativa designata ai sensi della direttiva e, quindi, dell'Autorità competente a livello nazionale in materia di trasparenza.

Elementi di razionalizzazione della disciplina dei controlli si rinvengono nel disegno di legge unificato recante interventi per la tutela del risparmio, laddove viene prevista l'abrogazione delle norme del Testo Unico della Finanza che escludono i prodotti bancari e assicurativi di natura finanziaria dall'obbligo di prospetto e dalla disciplina dell'offerta fuori sede.

Ulteriori interventi si renderebbero peraltro necessari su tali prodotti al fine di assicurare la presenza di regole di correttezza da osservare nella loro commercializzazione tali da apprestare il necessario livello di tutela degli investitori nel contatto con gli intermediari.

Infatti, se per i prodotti bancari e assicurativi che rivestono la natura di "strumenti finanziari" operano già le regole di condotta stabilite dal TUF per la prestazione dei servizi di investimento, altrettanto non avviene per quei prodotti che, pur presentando spiccate connotazioni finanziarie, non sono qualificabili come "strumenti finanziari" (si veda, ad esempio, il caso delle polizze "unit linked").

¹⁶ Vedi Cervone "L'EVOLUZIONE DELLE REGOLE E DELLA VIGILANZA NEL CONTESTO INTERNAZIONALE" intervento all'assemblea ordinaria Assiom 2004 in www.consob.it

Analogamente, le regole di condotta, in assenza di un intervento correttivo, non troverebbero applicazione neanche nell'ipotesi di offerta in sottoscrizione di prodotti e strumenti finanziari emessi da banche e assicurazioni, ossia di offerta effettuata dallo stesso emittente senza avvalersi di terzi intermediari collocatori: in altre parole, per quanto concerne ad esempio gli strumenti finanziari emessi da banche, anche svolgenti servizi di investimento, la sottoscrizione agli sportelli dello stesso emittente, non configurando un servizio di collocamento come definito dall'art. 1 del TUF, sarebbe sottratta all'applicazione delle regole di correttezza stabilite per gli intermediari.

Un ultimo intervento di razionalizzazione, attualmente non contemplato nel disegno di legge unificato, si rende necessario, come già accennato, relativamente alla disciplina degli organismi di investimento collettivo del risparmio e comporta il trasferimento alla Consob, in quanto attinenti a profili di correttezza e trasparenza ed in analogia con quanto già previsto dal TUF per le gestioni individuali, delle competenze in materia di approvazione dei criteri di ripartizione dei rischi e di approvazione dei regolamenti degli Oicr.

Rafforzamento dei controlli societari

A fronte della sostanziale inadeguatezza delle iniziative di autodisciplina a consentire un generalizzato miglioramento dei livelli di tutela interni al sistema, si ravvisa la necessità di riformare l'attuale quadro legislativo per alcuni aspetti specifici relativi all'efficacia dei controlli interni ed esterni alle società quotate.

A tale riguardo, la riforma del diritto societario e le norme di coordinamento con il TUF hanno ridisegnato l'attribuzione delle funzioni degli organi deputati al controllo, favorendo una proficua dialettica con le Autorità di vigilanza. Tali innovazioni legislative, pur in assenza di una organica disciplina dei gruppi, hanno anche introdotto nuove forme di responsabilità per l'attività di direzione e coordinamento. Si tratta di interventi importanti, che però non risolvono tutti i problemi emersi riguardanti il controllo sugli emittenti.

Sulla materia la Consob ha in numerose circostanze evidenziato i profili di intervento ritenuti più urgenti, ampiamente considerati nel disegno di legge unificato recante interventi per la tutela del risparmio.

Un primo profilo di intervento si rende necessario per stimolare una maggiore dialettica tra le funzioni esecutive e quelle di controllo all'interno della società quotata. Potrebbero essere al riguardo introdotte previsioni intese a rafforzare l'indipendenza dei componenti dell'organo di controllo e di quei componenti l'organo amministrativo che non esercitano funzioni esecutive. Oltre ad introdurre o rafforzare i requisiti di indipendenza propri delle persone fisiche che esercitano funzioni di controllo, mutuando dalla rinnovanda disciplina delle incompatibilità delle società di revisione, la nuova normativa potrebbe favorire un maggiore ruolo degli azionisti di minoranza nella loro designazione ed elezione.

In secondo luogo, andrebbero rafforzati i poteri e le responsabilità dei soggetti incaricati delle funzioni di controllo. In particolare, dovrebbe essere potenziato l'uso di efficaci strumenti di indagine, dei poteri di segnalazione di eventuali irregolarità e di iniziativa, anche su base individuale, nei confronti degli organi di amministrazione e gestione. Inoltre, i soggetti incaricati delle funzioni di controllo dovrebbero avere una maggiore responsabilità nei confronti dell'attività della società di revisione, sia nella fase dell'affidamento dell'incarico di revisione che nello svolgimento di tale funzione. In questo senso è orientata anche la normativa comunitaria che prefigura la presenza obbligatoria di un *audit committee* presso le società che fanno appello al risparmio diffuso (proposta di direttiva in materia di revisione).

Altra area che richiede un incisivo intervento è quella concernente i controlli esterni svolti dalla società di revisione, al fine di migliorare gli *standard* di qualità e garantire la terzietà dell'attività di revisione. Si dovrebbe rafforzare la vigilanza sulle società di revisione al fine di assicurare su base continuativa il rispetto dei requisiti di indipendenza e di correttezza, anche attraverso il ripristino della facoltà di revoca dell'incarico.

Al riguardo, sono da valutare in gran parte positivamente gli elementi di riforma contenuti nel disegno di legge unificato. Un utile contributo è anche rappresentato dalle conclusioni cui è pervenuta la Commissione ministeriale presieduta dal prof. Galgano, con specifico riferimento, tra l'altro, ai criteri di conferimento dell'incarico e all'estensione della disciplina sui requisiti di indipendenza (perimetro del *network* di imprese vicine alle società di revisione da prendere in considerazione ai fini delle incompatibilità, attività consentite). Sui predetti profili appare essenziale l'attribuzione all'Autorità di vigilanza di poteri regolamentari, al fine di pervenire ad una disciplina delle incompatibilità che non risulti incoerente o eccessivamente rigida rispetto alla Raccomandazione europea sull'indipendenza dei revisori che gli stati membri sono chiamati ad adottare.

Particolare attenzione dovrebbe essere rivolta anche alle responsabilità della revisione nell'ambito di gruppi di imprese complessi e articolati, assicurando l'unitarietà della responsabilità. Pari attenzione dovrebbe essere posta alle indicazioni che provengono dalla proposta di direttiva in materia, recentemente presentata dalla Commissione Europea, che prevede, in particolare, la responsabilità del revisore per la revisione dell'intero gruppo.

E' infine da considerare, come già più volte segnalato dalla Consob, l'opportunità di un intervento sul sistema sanzionatorio delle società di revisione che lo renda più flessibile e vario di quello attuale, attraverso la previsione di sanzioni, anche pecuniarie, graduate in funzione della gravità delle violazioni nonché attraverso l'introduzione del potere per la Consob di adottare provvedimenti cautelari nei confronti di società o di singoli revisori nei cui confronti sussista il fondato sospetto di irregolarità.

Riterrei opportuno inoltre che l'accertamento di condotte illecite dovrebbe essere divulgato e l'effetto dovrebbe durare nel tempo. L'uso di sanzioni interdittive pure

presenta un grado elevato di deterrenza. Particolarmente efficaci sono quelle sanzioni accessorie che determinano, per un certo periodo, la perdita dei requisiti di onorabilità, l'incapacità di assumere determinate cariche ovvero, nei casi di maggiore gravità, la richiesta ai competenti ordini professionali di sospendere il soggetto sanzionato dall'esercizio dell'attività professionale¹⁷.

Da ultimo, le crisi societarie verificatesi inducono a prestare attenzione alle operazioni con parti correlate ed all'utilizzo di società domiciliate nei cosiddetti paradisi fiscali e legali. In particolare, si dovrebbe rafforzare la responsabilità sia degli amministratori che dei soggetti che svolgono funzioni di controllo in merito a operazioni che, in ragione della natura dei soggetti coinvolti, in quanto parti correlate (per le quali esistono situazioni di potenziali conflitti di interessi) o società *off-shore* (caratterizzate da una strutturale opacità), possono risultare critiche con riguardo agli interessi degli investitori. Su tali operazioni dovrebbe inoltre essere garantita una adeguata trasparenza al fine di offrire al mercato informazioni sufficienti per una valutazione dei loro effetti.

Disciplina degli intermediari e dei mercati

L'esperienza tratta dalla vicenda Cirio, oltre a indurre interventi di modifica della regolamentazione secondaria allo scopo di rendere più stringenti i vincoli operativi degli intermediari a tutela degli investitori e di recepire in Italia i principi elaborati dal Cesr in materia di regole di condotta in vista anche della prossima attuazione della nuova direttiva sui servizi di investimento e sui mercati regolamentati, rende opportuni taluni interventi di integrazione della normativa primaria¹⁸.

In primo luogo, si potrebbero rendere più efficaci i limiti quantitativi previsti dall'art. 2412, c.c., per l'emissione di obbligazioni, riferendoli anche ai debiti derivanti da titoli obbligazionari consolidati a livello di gruppo e alle garanzie fornite dalla capogruppo. Ciò in considerazione del fatto che nelle recenti crisi è stata spesso riscontrata la sistematica elusione dei limiti codicistici attraverso emissioni effettuate da società controllate residenti in altri paesi. In proposito, si deve tuttavia rilevare che, in forza di un principio introdotto dalla recente direttiva in materia di prospetti, non si potranno introdurre limiti alla libera circolazione dei titoli sull'intero territorio comunitario sulla base di un prospetto approvato dall'Autorità competente del paese di origine. Proprio per tali considerazioni era stato proposto, in sede Cesr e presso la Commissione Europea, di prevedere che negli schemi di prospetto per gli emittenti titoli obbligazionari venisse richiesto almeno di fornire informazioni sullo stato dell'indebitamento netto consolidato dell'emittente all'atto dell'emissione. Detta proposta non è stata recepita negli schemi *standard* di prospetto.

¹⁷ Vedi Cervone "L'EVOLUZIONE DELLE REGOLE E DELLA VIGILANZA NEL CONTESTO INTERNAZIONALE" intervento all'assemblea ordinaria Assiom 2004 in www.consob.it

¹⁸ Vedi Cervone "L'EVOLUZIONE DELLE REGOLE E DELLA VIGILANZA NEL CONTESTO INTERNAZIONALE" intervento all'assemblea ordinaria Assiom 2004 in www.consob.it

Altro intervento potrebbe consistere nel porre limiti alla cessione al pubblico di titoli oggetto di collocamento privato. Si dovrebbe evitare che gli strumenti finanziari collocati a investitori istituzionali al di fuori delle norme sulla sollecitazione del pubblico risparmio diventino oggetto di diffuso investimento da parte del pubblico, prevedendo un divieto, per un determinato periodo, di vendita al pubblico di tali strumenti da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *holding period*) o prevedendo altre forme di garanzia. Sarebbe, tuttavia, auspicabile raggiungere un approccio comune a livello europeo a questo proposito, per evitare di imporre oneri sugli intermediari nazionali mentre gli intermediari esteri che operano sulla base delle regole vigenti nel paese di origine potrebbero prestare servizi agli investitori italiani senza essere soggetti a detti vincoli. Infatti, a livello comunitario l'unico vincolo previsto è quello di pubblicare un prospetto nel caso in cui i titoli acquistati nel corso di un collocamento privato vengano successivamente offerti al pubblico.

Un ulteriore aspetto meritevole di considerazione nel quadro della riforma del mercato finanziario riguarda la disciplina degli analisti finanziari e dei giudizi di *rating*.

La direttiva sugli abusi di mercato, di imminente recepimento, considera solo parzialmente la materia degli studi aventi ad oggetto strumenti finanziari ed i relativi emittenti, introducendo obblighi di trasparenza e correttezza finalizzati ad evitare la diffusione di raccomandazioni fuorvianti in modo da prevenire fenomeni di abuso, e non considera la materia dei giudizi di *rating*. Pertanto, il semplice recepimento della direttiva: da un lato, non consentirebbe di pervenire ad una disciplina organica degli studi e di dare attuazione ai principi IOSCO in materia di procedure organizzative degli intermediari, di qualificazione professionale degli analisti, di divieti di operatività; dall'altro, non permetterebbe di dare attuazione ai principi IOSCO relativi ai giudizi di *rating* attraverso una disciplina puntuale dell'attività di produzione di tali giudizi che assicuri indipendenza nella loro formulazione, correttezza comportamentale, trasparenza dei conflitti di interessi, trasparenza e tempestività di divulgazione dei giudizi, regolamentazione del comportamento che gli emittenti quotati devono seguire a fronte del loro rilascio.

Tali profili di disciplina sono oggetto di trattazione in un disegno di legge, approvato dalla Camera e in discussione al Senato, alla cui formulazione ha ampiamente contribuito la Consob e i cui contenuti potrebbero utilmente essere assorbiti nel quadro del più ampio disegno di riforma complessiva del mercato finanziario.

Per quanto riguarda la disciplina dei mercati, le necessità di adeguamento del quadro normativo derivano soprattutto dall'evoluzione della legislazione europea, per effetto della cd. "direttiva ISD2".

Il nuovo scenario che si va delineando, caratterizzato da una maggiore competizione tra mercati regolamentati, gestori di piattaforme di *trading* e soggetti internalizzatori e da una più accentuata differenziazione tra le funzioni di ammissione a quotazione e ammissione alle negoziazioni, rende opportuna una

riflessione sull'opportunità di modificare l'assetto vigente riconducendo, così come avvenuto nel Regno Unito, il cosiddetto potere di "listing" all'Autorità pubblica di vigilanza.

Inoltre, l'ordinamento dovrà essere adeguato per consentire ai mercati regolamentati nazionali, così come previsto dalla direttiva, di trattare titoli esteri già ammessi alle negoziazioni su altri mercati europei o per i quali sono stati, in ogni caso, assolti gli obblighi minimi di trasparenza. Le recenti crisi suggeriscono anzi di accelerare tale processo, prevedendo la possibilità per i mercati di ammettere a negoziazione strumenti finanziari, quali ad esempio i *bond*, già quotati in altri mercati europei, in modo da consentire una maggiore liquidità e una maggiore trasparenza del processo di formazione dei prezzi.

Ancor prima della segnalata esigenza di recepire le nuove disposizioni europee sui mercati, si segnala l'assoluta urgenza, peraltro più volte rappresentata dalla Consob, dell'immediato recepimento della normativa europea sugli abusi di mercato (direttiva 2003/6/CE) in ragione dell'imminenza della data fissata per la sua attuazione (12 ottobre). Si rammenta, in particolare, la necessità di un adeguamento della definizione delle fattispecie di *insider trading* e manipolazione dei mercati, nonché dei poteri di indagine dell'Autorità di vigilanza e del sistema sanzionatorio, aspetti, questi ultimi, trattati nel successivo paragrafo.

Rafforzamento dei poteri della Consob e del sistema sanzionatorio

È necessario che il rafforzamento del quadro legislativo investa l'intero sistema di vigilanza, inteso sia come capacità di accertamento dei fatti e di acquisizione delle informazioni sia come apparato sanzionatorio vero e proprio. Tale adeguamento per essere efficace dovrà considerare i diversi momenti in cui si articola l'azione di *enforcement* della Consob.

La situazione oggi esistente richiede, in primo luogo, l'ampliamento delle capacità ispettive. Attualmente, infatti, l'acquisizione di documentazione e informazioni presso i soggetti ispezionati è spesso correlata con l'atteggiamento collaborativo o meno degli stessi; l'esperienza mostra come, soprattutto nei casi di particolare gravità, tale atteggiamento non sempre corrisponde alle aspettative. È necessario che i poteri attribuiti agli ispettori della Consob corrispondano agli *standard* internazionali e siano in linea con la normativa comunitaria.

Allo stesso modo, è necessaria anche un'estensione dei poteri ispettivi e di richiesta di dati e notizie. Infatti, per lo svolgimento dei suoi compiti istituzionali la Consob esercita poteri ispettivi nei confronti dei soggetti vigilati e poteri di richiesta di dati e notizie nei confronti dei soggetti vigilati e dei loro esponenti. Tali poteri appaiono limitati specie in situazioni di particolare gravità in cui è necessario accertare tempestivamente irregolarità o violazioni di norme rilevanti per la tutela del pubblico risparmio. I poteri conoscitivi necessitano di essere ampliati: occorre estenderne l'esercizio nei confronti di tutti i soggetti in possesso di informazioni utili e per le ipotesi di inottemperanza alle richieste della Consob deve essere previsto

un adeguato regime sanzionatorio. Occorre inoltre superare le disomogeneità esistenti nella disciplina di questi poteri con riferimento agli intermediari piuttosto che agli emittenti.

Si dovrebbe, altresì, prevedere l'introduzione della facoltà per la Consob di adottare, eventualmente mediante ricorso all'Autorità Giudiziaria, misure cautelari quali il sequestro di beni (*freezing of the assets*), così come previsto sia dalla direttiva sugli abusi di mercati sia dalla nuova direttiva in materia di servizi di investimento e mercati regolamentati. Anche in questo caso, così come per i poteri di indagine, la misura dovrebbe poter essere adottata nei confronti di chiunque (e non soltanto nei confronti dei soggetti vigilati). Si tratta di misura di particolare importanza che consentirebbe di conservare i beni a protezione degli interessi dei risparmiatori, soprattutto in casi di prestazione abusiva di servizi di investimento, e anche di evitare che i proventi di abusi di mercato possano essere espatriati. Si tratta di misure di cui si avvalgono già da tempo sia le Autorità americane che alcune Autorità europee come l'AMF francese o la FSA inglese. Una norma che introduca detti poteri, oltre a consentire il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, sarebbe in linea anche con i principi IOSCO.

Su tali materie il disegno di legge unificato ha delineato appropriati criteri di delega per l'attuazione della direttiva sugli abusi di mercato, oggi confluiti nel disegno di legge comunitaria per il 2004. Oltre ad auspicare una quanto mai rapida definizione delle norme di attuazione della predetta direttiva, al fine di dotare con tempestività la Consob dei necessari poteri di vigilanza e di indagine per la repressione dei fenomeni di abuso, si evidenzia l'opportunità che in sede di riforma della disciplina del mercato finanziario venga colta l'occasione per estendere i poteri, particolarmente pregnanti ed ampi quanto al novero dei destinatari, propri della direttiva sugli abusi di mercato, ad altre fattispecie rientranti nelle competenze dell'Istituto (ad esempio, in materia di prestazione abusiva di servizi di investimento ovvero di abusive sollecitazioni all'investimento), in tal modo anticipando gli effetti del recepimento di altre direttive comunitarie di settore. A tale riguardo, il disegno di legge unificato opera qualche parziale intervento laddove prevede, per la materia degli emittenti ma non anche per quella degli intermediari, il rafforzamento del potere di richiesta di dati e notizie, estendendolo a chiunque appaia informato dei fatti.

Relativamente alla disciplina delle sanzioni, si rende necessario l'adeguamento del vigente regime sanzionatorio al fine di renderlo maggiormente dissuasivo, incidendo sull'entità delle pene, troppo spesso esigue se commisurate alla gravità delle condotte cui sono associate, e prevedendo la conoscenza, da parte del mercato, dell'irrogazione delle stesse. In particolare, detta conoscibilità deve essere consentita anche nel caso in cui i soggetti sanzionati si avvalgano della facoltà di oblazione. Infatti, sebbene l'istituto dell'oblazione possa essere assimilato a quello conosciuto negli ordinamenti anglosassoni come "*settlement*", il cui utilizzo da parte dell'Autorità di vigilanza è previsto nei principi IOSCO ed è quindi considerato ammissibile, è importante che sia consentito all'Autorità di vigilanza rendere di pubblico dominio l'intervenuta oblazione. Anche le sanzioni accessorie di tipo interdittivo necessitano di opportuni incrementi.

In più occasioni la Consob ha lamentato l'inidoneità del regime sanzionatorio previsto dal TUF a svolgere un'efficace azione deterrente di condotte contrarie agli interessi tutelati. Tale regime è imperniato, per la maggior parte, su sanzioni amministrative, di importo contenuto, irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Consob. Le sanzioni sono applicate agli esponenti aziendali responsabili ed è stabilita la responsabilità solidale delle società di appartenenza, con obbligo di rivalsa nei confronti delle persone fisiche.

Anche la procedura per l'irrogazione delle sanzioni potrebbe utilmente essere rivista per renderla meno complessa e onerosa. Oggi, infatti, a causa della responsabilità posta in capo alle persone fisiche, occorre procedere, di volta in volta, all'individuazione dei soggetti responsabili nell'ambito dell'organizzazione aziendale e a ognuno di questi soggetti devono essere effettuate distinte notificazioni degli addebiti contestati.

In conformità delle indicazioni provenienti dalla normativa europea (*in primis* dalla direttiva sugli abusi di mercato), per le sanzioni di tipo amministrativo occorre quindi procedere a un adeguamento del sistema per giungere a una maggiore certezza e rapidità nell'applicazione delle stesse.

Lo stesso disegno di legge unificato prevede importanti modifiche della disciplina, determinando un inasprimento delle sanzioni (corredate anche di un apparato sanzionatorio accessorio), eliminando la facoltà di oblazione a garanzia della pubblicità della sanzione ed operando una significativa semplificazione del procedimento finalizzato all'accertamento della violazione ed alla irrogazione della sanzione, mediante concentrazione dell'intero procedimento in capo alla Consob. Tale riforma, i cui principi sono riprodotti anche nei criteri di delega dell'attuazione della direttiva sugli abusi di mercato, potrebbe essere integrata con ulteriori disposizioni che stabiliscano, per le sopra richiamate esigenze di semplificazione del procedimento sanzionatorio, che la responsabilità faccia capo direttamente alla persona giuridica, con introduzione generalizzata dell'obbligo di rivalsa nei confronti dell'esponente aziendale autore della violazione.

Il problema del livello delle sanzioni e della loro modalità di determinazione assume particolare rilievo nel recepimento della direttiva sugli abusi di mercato. Per soddisfare la richiesta della direttiva di sanzioni e misure amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive, è auspicabile (ed in tal senso, i relatori al disegno di legge unificato hanno proposto un emendamento) che il tetto massimo per questi tipo di violazioni, oltre ad essere particolarmente elevato nel massimo, non sia fisso ma parametrato a elementi variabili, quali il profitto o il prodotto dell'illecito. Diversamente, il calcolo dei costi e dei benefici derivanti da una condotta illecita renderebbe non dissuasiva la sanzione qualora i benefici superassero il tetto stabilito in misura fissa.

Cooperazione tra Autorità competenti

La progressiva integrazione dei diversi comparti e delle diverse attività del mercato finanziario richiede che, indipendentemente dall'attribuzione delle competenze, si rafforzi la collaborazione e il coordinamento tra le diverse Autorità che svolgono funzioni di vigilanza sul mercato finanziario. Tale esigenza suggerisce, da un lato, l'estensione dei doveri di collaborazione, attualmente previsti dall'art. 4 del TUF solo per Consob e Banca d'Italia, anche alle altre Autorità del mercato finanziario, dall'altro, la previsione di forme sistematiche e tempestive di condivisione delle informazioni, di cui le diverse Autorità vengono in possesso in virtù delle proprie funzioni di vigilanza. Norme che trattano tale profilo sono contemplate nello stesso disegno di legge unificato recante interventi per la tutela del risparmio.

L'esperienza maturata dalla Consob in questi anni, e in particolar modo nel recente periodo caratterizzato da crisi societarie di dimensione internazionale, consente di individuare nella collaborazione e nella cooperazione internazionale uno strumento sempre più importante di vigilanza.

Per poter utilizzare efficacemente tale strumento è necessario, tuttavia, che l'Autorità di vigilanza risponda a determinati requisiti, stabiliti a livello internazionale, relativi all'organizzazione e ai poteri di cui dispone.

In particolare, tra i requisiti definiti dalla Isoco e dalle direttive di settore, assume rilevanza la possibilità per le Autorità di assicurare la confidenzialità delle informazioni riservate ricevute dalle altre Autorità nell'ambito di attività di cooperazione.

Più in generale, la disciplina internazionale stabilisce che le Autorità, nell'esercizio dei propri poteri e funzioni, devono essere operativamente indipendenti e responsabili (*accountable*). La definizione di un adeguato equilibrio tra indipendenza e responsabilità viene indicata come condizione fondamentale per assicurare l'efficacia dell'azione di vigilanza, da un lato, e l'autorevolezza del ruolo dell'Autorità, dall'altro, intesa soprattutto come capacità di esercitare una funzione i cui principi siano condivisi dal mercato.

Si pone quindi l'esigenza che la definizione delle caratteristiche istituzionali dell'Autorità di vigilanza sia in linea con gli *standard* internazionali: a tal fine è necessario che siano salvaguardate le caratteristiche di indipendenza operativa e che sia definita una regolamentazione del segreto d'ufficio che tuteli il principio di confidenzialità e che consenta di mantenere riservate, così come previsto peraltro dalle direttive di settore, le informazioni ricevute da un'Autorità estera.

Il rafforzamento dell'attività di vigilanza e il potenziamento delle risorse della Consob

L'evoluzione del modello di vigilanza della Consob, in modo coerente con l'evoluzione delle dinamiche competitive del mercato e con le criticità emerse dagli eventi e dalle crisi che si sono manifestati recentemente, richiede un'intensificazione delle attività sia per realizzare le più complesse attività di monitoraggio conseguenti all'allargamento dell'area dei fenomeni considerati sia per realizzare efficaci controlli sull'adempimento delle innovazioni regolamentari, tra le quali quelle in materia di intermediari.

Rispetto a tali esigenze le risorse attualmente a disposizione non appaiono sufficienti. A rendere ancora più rilevante la scarsità di risorse si aggiungono le attività "straordinarie" che la gestione delle situazioni di crisi, senza precedenti per numero e intensità, ha reso e rende ancora necessarie, nonché i compiti aggiuntivi che derivano per la Consob da una serie di innovazioni normative che stanno per entrare in vigore soprattutto in base all'evoluzione della legislazione comunitaria e delle altre iniziative di coordinamento internazionale. A tale ultimo riguardo, basti pensare agli impegnativi compiti cui sarà chiamato l'Istituto per effetto della normativa comunitaria sugli abusi di mercato, sui prospetti di ammissione a quotazione e di sollecitazione all'investimento, sui servizi di investimento e sui mercati regolamentati.

Da tale situazione discende una forte pressione operativa sulla Consob i cui uffici di vigilanza hanno da tempo evidenziato la concreta difficoltà a far fronte alle attività di competenza, paventando altresì il pericolo che si verificino situazioni omissive, malgrado la profusione di ogni possibile impegno.

Non appare più ulteriormente procrastinabile l'adeguamento della normativa e il rafforzamento dei poteri e delle risorse a disposizione della Consob, al fine di assicurare una più adeguata, efficiente e incisiva tutela del risparmio. Esigenza che è stata più volte, anche pressantemente, rappresentata al Governo oltre che al Parlamento in molteplici circostanze.

Casistica

Sollecitazione e informazione societaria nelle operazioni sul capitale sociale

1. Nell'ambito dell'attività istruttoria che la Consob è chiamata a svolgere sui prospetti informativi in presenza di una sollecitazione all'investimento, in un caso particolare attenzione è stata rivolta alla struttura della compagine azionaria di una società in quanto quest'ultima era controllata indirettamente da un trust di diritto estero.

Si è trattato infatti del primo caso in cui la partecipazione di controllo di un emittente quotando faceva capo ad un trust.

I casi in precedenza esaminati dalla Consob avevano riguardato ipotesi in cui al trust era ascrivibile una partecipazione non di controllo. In tali ipotesi, le comunicazioni di cui all'art. 120 del D. Lgs n. 58/1998 vengono effettuate – anche in conformità ad un parere reso dalla Commissione¹⁹ – dal trustee.

Il soggetto che istituisce il trust – settlor – si spoglia a titolo definitivo della proprietà di uno o più beni conferendoli in un patrimonio – trust – la cui titolarità è assunta dal trustee. I beni del trust costituiscono un patrimonio autonomo e separato rispetto a quello personale del/i trustee/s.

Nell'istituire i trust – declaration of trust – vengono indicati i soggetti beneficiari – beneficiaries – della gestione dei beni costituiti in trust.

I tre soggetti che operano all'interno del trust (settlor, trustees e beneficiaries) possono talvolta coincidere con le stesse persone fisiche; ad esempio, colui che istituisce il trust può al tempo stesso ricoprire il ruolo di trustee e/o di beneficiary.

Le finalità per le quali il trust viene istituito incidono sostanzialmente sulla struttura del trust e sull'ampiezza dei poteri che possono essere esercitati dai soggetti coinvolti.

Nel caso in questione, i tre soggetti – settlor, trustee e beneficiary – non coincidevano. I trustees, oltre ad essere i titolari della proprietà del bene, avevano piena discrezionalità nell'esercizio dei poteri ad essa connessi: esercizio del diritto di voto nelle partecipazioni detenute dal trust e facoltà di cessione delle medesime.

In tal caso, pertanto, stante la "pienezza" della proprietà in capo ai trustees, è stato richiesto all'emittente di rappresentare nel prospetto che questi ultimi dovessero ritenersi i soggetti controllanti di diritto, ai sensi del combinato disposto degli artt. 2359 cod. civ. e 93 D. Lgs. n. 58/1998, dell'emittente quotando.

Nel documento è stata quindi evidenziata, da parte dell'emittente, una completa discrezionalità da parte dei trustees nell'esercizio dei poteri previsti dall'atto

¹⁹ Comunicazione DAL/RM/96004904 del 27.5.96.

costitutivo del trust. In particolare, è stato affermato che l'esercizio dei diritti di voto attinenti alle azioni rappresentative delle partecipazioni detenute dai trustees e il potere di trasferire eventualmente le medesime partecipazioni sono esclusivamente riservati ai due trustees.

2. In presenza di un aumento di capitale deliberato da un emittente quotato, considerata la situazione economico-finanziaria in cui quest'ultimo versava, particolare attenzione è stata rivolta a determinate sezioni del prospetto e a talune avvertenze per l'investitore inerenti alla situazione economico-finanziaria dello stesso.

In particolare, in merito ad un piano di rimborso per una serie di finanziamenti erogati da alcuni istituti di credito a favore di questa società, da cui era emersa una quota elevata di ammortamento per un determinato anno, è stato richiesto all'emittente di evidenziare nel prospetto, con maggiore dettaglio e precisione, le modalità con cui il Gruppo appartenente all'emittente prevedesse di fare fronte a detta scadenza.

Inoltre, considerato l'elevato grado di indebitamento a livello consolidato, è stato richiesto all'emittente di specificare, con maggiore puntualità nell'avvertenza dedicata a tale situazione, le ragioni di tale indebitamento, nonché di aggiornare alla data più prossima alla pubblicazione del prospetto, l'entità dell'indebitamento finanziario netto a livello consolidato.

E' stato altresì richiesto di fornire maggiori informazioni sulle previsioni dei risultati dell'esercizio in corso, a livello di andamento della produzione e delle vendite, nonché all'evoluzione della struttura finanziaria dell'emittente.

Bilancio e informazione contabile

Interventi su relazioni al bilancio

Relativamente ai controlli effettuati dalla Consob sulle relazioni illustrative redatte dagli amministratori e approvate dai medesimi nel corso dei c.d.a. che convocano le assemblee, nel corso del 2002 si sono verificati alcuni casi in cui le società di revisione di alcuni emittenti quotati, che si trovavano in una situazione di grave crisi economico-finanziaria, hanno espresso alcuni rilievi sui bilanci di queste società, ovvero si sono dichiarate impossibilitate ad esprimere un giudizio.

In un primo caso, è stato richiesto di indicare le considerazioni degli amministratori in merito alle situazioni di incertezza aziendale, nonché di fornire elementi in ordine alla capacità del gruppo di fare fronte agli impegni finanziari e alle difficoltà operative di una sub-holding controllata dall'emittente quotato.

In un secondo caso, l'integrazione di informativa ha riguardato notizie in merito alla continuità aziendale di una società e del suo gruppo, nonché alla ridefinizione del piano industriale e di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario del gruppo nel suo complesso.

Successivamente all'assemblea che ha approvato il bilancio a seguito dell'approvazione di un nuovo piano industriale e alla conclusione positiva delle trattative per la ristrutturazione del debito, la società di revisione ha riconsiderato il proprio parere anche ai fini dell'art. 96 D. Lgs. n. 58/1998.

Infine, in un terzo caso, di fronte alla situazione di tensione finanziaria in cui versava una società, in cui i piani di consolidamento dell'indebitamento finanziario e l'acquisizione di nuovi mezzi finanziari necessari a realizzare il piano industriale non erano ancora stati approvati dalle banche, né tentomeno erano stati definiti i termini e le modalità di ricapitalizzazione delle società operative ritenute strategiche, è stato richiesto agli amministratori di esprimere in assemblea le loro considerazioni in merito a tale situazione.

Impugnativa di bilancio

Le impugnazioni più recenti sono state esperite nei confronti dei bilanci della Gildemeister Italiana SpA e della Cirio Finanziaria Spa.

1.IMPUGNATIVA GILDEMEISTER. Nel primo caso la società aveva qualificato come spesa di ampliamento la penale pagata dalla società alla società controllante per la risoluzione anticipata di un contratto di agenzia per la commercializzazione dei propri prodotti. La società aveva pertanto iscritto tale costo tra le immobilizzazioni immateriali, determinando in cinque anni il periodo di ammortamento dello stesso. A supporto del trattamento contabile adottato, la società aveva affermato che il costo in argomento consentisse di incrementare la produttività della gestione grazie ad una diversa configurazione della rete distributiva (prima non possibile per le limitazioni derivanti dal contratto di agenzia).

La Consob, invece, ritenendo che mancasse una diretta ed autonoma utilità pluriennale (come richiesto dall'art. 2426 n. 5 del c. c. per la capitalizzazione di una tale tipologia di costi) ha escluso che la penale corrisposta potesse configurarsi come una spesa di ampliamento in quanto la spesa della risoluzione non era idonea a produrre autonomamente e specificamente un'espansione dell'azienda in direzioni ed attività precedentemente non perseguite.

A tale convincimento si era pervenuti facendo riferimento ai principi generali di redazione del bilancio, ed in particolare a quelli della competenza e della prudenza indicati nell'art. 2423 bis del c.c..

In base al principio della competenza, il presupposto fondamentale per l'iscrizione nell'attivo patrimoniale è rappresentato dalla possibilità di dimostrare il rapporto causa-effetto tra il costo ed i benefici futuri che dallo stesso l'impresa si attenda.

Per contro, la capitalizzazione di costi non aventi utilità futura, oltre a costituire una violazione del principio della competenza, risulterebbe in contrasto anche con quello della prudenza che vieta la contabilizzazione di utili non realizzati.

Nel caso di specie, la Commissione ha ritenuto che tra il costo sostenuto per la risoluzione del contratto di agenzia ed il previsto incremento degli utili conseguente all'utilizzo di una propria rete commerciale considerata più efficiente di quella dell'agente, non esistesse una precisa correlazione: l'onere in questione, piuttosto che "causa" del previsto incremento della produttività dell'impresa, è stato ritenuto una mera preconditione che avrebbe permesso alla "causa" (in questo caso rappresentata dall'utilizzo di una diversa rete commerciale) di produrre quei positivi effetti previsti nei budget dell'emittente.

L'onere in esame pertanto appariva in sostanza più correttamente assimilabile ad un costo per eliminare delle diseconomie e far recuperare all'azienda competitività sul mercato. Quale componente negativa del reddito dell'esercizio, quel costo avrebbe dovuto, secondo la Consob, imputarsi tra gli oneri straordinari del conto economico del periodo di riferimento e "spesato" interamente nell'esercizio di competenza.

Il trattamento contabile seguito dall'emittente sembrando in contrasto con una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico dell'esercizio ha indotto la Commissione ad attivare i propri poteri in materia di impugnativa tenuto anche conto della significatività degli importi coinvolti nel caso in questione e della circostanza che la fattispecie esaminata può ricondursi alla più ampia casistica degli oneri aventi utilità pluriennale (spese di impianto, di pubblicità, di ricerca e sviluppo), la cui contabilizzazione assume, ad evidenza, profili di estrema criticità viste le caratteristiche intrinseche di maggiore aleatorietà rispetto alle altre poste dell'attivo.

In primo e secondo grado la Consob è risultata soccombente. E' imminente la trattazione in Cassazione del ricorso promosso dalla Commissione. Si evidenzia, comunque, che nei bilanci successivi (peraltro impugnati dalla Consob in quanto permanevano gli effetti della scorretta contabilizzazione) la società ha dato notizia della diversa opinione dell'Autorità in ordine al trattamento contabile utilizzato.

2. CIRIO FINANZIARIA Nel gennaio 2003 la Consob ha impugnato il bilancio d'esercizio e consolidato al 31.12.2001 della Cirio finanziaria sotto molteplici profili.

In particolare, la Consob, con riguardo al bilancio consolidato, ha ritenuto che non fosse conforme alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione la mancata svalutazione di crediti di ingente ammontare verso parti correlate vantati da una controllata. Le argomentazioni addotte dalla società, infatti, anche a volerle ritenere plausibili, non giustificavano in alcun modo la completa recuperabilità dei crediti. Ad opinione della Commissione, risultano essere stati violati gli articoli del codice civile 2423-bis, primo comma, n.1 (principio della prudenza) e 2426, n.8 (valutazione dei crediti al presumibile valore di realizzo).

Con riguardo al bilancio d'esercizio di Cirio Finanziaria, la Consob ha ritenuto non giustificato, in uno scenario caratterizzato dall'oggettiva impossibilità di ottenere il soddisfacimento dei crediti vantati nei confronti dei soggetti appartenenti al medesimo gruppo, il mantenimento del valore della partecipazione nella Bombini Holding SA, principale creditore verso parti correlate. Ciò ha dato luogo, ad opinione della Consob alla violazione del combinato disposto degli articoli del codice civile 2423-bis, primo comma, n.1 (principio della prudenza) e 2426, n.3 (svalutazioni per perdite permanenti di valore).

Infine, la Consob, con riguardo sia al bilancio d'esercizio che al bilancio consolidato, ha ritenuto, vista la particolare situazione finanziaria della società e del gruppo, del tutto insufficienti le informazioni in merito agli impegni che assistono i prestiti obbligazionari emessi o garantiti dalla società o da società di gruppo, con particolare riferimento a quelli relativi al mantenimento di determinati livelli di indebitamento. Tale carenza viola, secondo la Commissione, gli articoli 2423, secondo e terzo comma, e 2427, punto 9 del codice civile che impongono di riportare in bilancio le informazioni necessarie a fornire la rappresentazione verifera e corretta, fra l'altro, della situazione patrimoniale e finanziaria.

Il giudizio è in trattazione presso il Tribunale adito.

Trasparenza sulla composizione del capitale

1. Uno dei casi recenti più noti ha comportato per la Consob il problema di valutare se sussistesse in un determinato caso un'interposizione di persona, quanto meno la fine di valutare eventuali applicabilità di sanzioni amministrative pecuniarie all'interponente che non aveva effettuato la comunicazione relativa alle partecipazioni detenute dall'interposto. Si sono posti in quell'occasione con grande evidenza i due problemi principali che la Consob affronta quotidianamente nella sua attività.

Da un lato la necessità di applicare norme ed istituti giuridici su cui esiste una ridotta produzione dottrinale ed una spesso esigua o inesistente casistica giurisprudenziale. Casi accertati di interposizione di persona nel panorama giuridico italiano ve ne sono pochissimi e tutti relativi a situazioni straordinarie o abnormi che hanno facilitato il compito degli interpreti. Su questioni controverse (come ad esempi la possibilità di considerare interposto un soggetto che pure potrebbe avere un interesse nell'operazione ma che è in concreto privato dal supposto interponente di ogni rischio ad essa relativo) la Consob è spesso costretta, per adempiere al proprio ruolo (che, fra l'altro, viene talvolta dilatato anche da alcune decisioni della giustizia amministrativa) a prendere posizione, assumendo quasi (seppure con la necessaria prudenza) un compito pionieristico nell'interpretazione delle norme

Dall'altro lato un caso come quello indicato mette in evidenza la limitatezza dei poteri accertativi della Consob: l'autorità prende atto di quello che le viene

comunicato o consegnato; solo dopo avere superato un necessariamente scrupoloso vaglio di prudenza e ragionevolezza, può mettere in discussione i fatti appresi dai diretti protagonisti. Ciò ha ad esempio dato luogo nel caso concreto ad un mutamento di posizione in relazione alla progressiva evoluzione della conoscenza della reale situazione dei fatti.

Mutamento del controllo e tutela dell'investimento

1. Ad esempio nel corso dell'OPA Telecom la Consob ha dovuto affrontare una serie di problemi interpretativi ed operativi, che richiedevano interventi rapidi e corretti su situazioni che coinvolgevano interessi economici di grande entità ed appartenenti a soggetti in posizioni molto diverse. Tali interventi sono stati effettuati con il duplice intento di orientare il mercato, in difficoltà davanti ai problemi di un'operazione sostanzialmente sconosciuta fino a quel momento al mercato italiano e di indicare criteri circa le modalità di applicazione di proprie competenze, spesso consistenti nella possibilità di proporre sanzioni amministrative pecuniarie.

Possono farsi alcuni esempi.

Si pose in primo luogo il problema della decorrenza della *passivity rule*, vale a dire da che momento l'offerta poteva ritenersi esistente con la conseguente applicabilità dei vincoli all'attività degli amministratori (impossibilità di compiere, senza autorizzazione assembleare, atti che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta) imposti dall'art. 104 del TUF. La Consob ritenne in un primo momento che l'offerta non potesse ritenersi esistente dopo il primo comunicato che annunciava l'offerta in quanto esso era lacunoso in diversi punti, fra l'altro in parte rimessi proprio all'assunzione di orientamenti da parte della Commissione. In un secondo momento, dopo l'assunzione di tali orientamenti e l'assunzione di alcune scelte da parte dell'offerente è stato ritenuto che l'offerta fosse completamente delineata nei suoi tratti essenziali, anche se non era ancora stato trasmesso alla Consob il documento d'offerta definitivo; conseguentemente da quel momento è stato ritenuto applicabile il citato art. 104. Si rammenta che in occasione di una successiva OPA (Generali su INA) il TAR e il Consiglio di Stato hanno assunto il diverso orientamento secondo cui la decorrenza della *passivity rule* inizia con la trasmissione formale del documento d'offerta (che conseguentemente la Consob con un successivo intervento regolamentare ha reso più rapidamente attuabile in modo da evitare il rischio di eccessive preclusioni alla materiale possibilità di promuovere offerte ostili).

Vi sono altri punti su cui la Consob, sempre in quella vicenda è dovuta intervenire in tempi rapidissimi.

Ad esempio, quanto la Telecom individuò nella possibile integrazione con un'analogica società estera l'alternativa all'OPA si pose il problema se la conclusione dell'*agreement* sul progetto di aggregazione fra le due società telefoniche costituisse una tecnica di difesa; in un tempo inferiore ad una

settimana la Consob fece una valutazione (attenta alle esperienze maturate in quei paesi in cui la promozione di offerte ostili vanta una lunga casistica) su quali possibili strumenti di difesa da un'OPA richiedono l'applicazione dell'art. 104 e quali invece, in ragione della loro natura preliminare e non immediatamente incisiva sugli obiettivi dell'offerta, potevano ritenersi estranei alla norma. Nel caso specifico si giunse alla conclusione che per quel particolare progetto l'art. 104 non era applicabile, assumendo un orientamento fra l'altro corrispondente all'ampia casistica e giurisprudenza esistente sul punto in Gran Bretagna. L'occasione peraltro consentì di pubblicare una sorta di *vademecum* su come la Consob avrebbe inteso le operazioni ricomprese nell'art. 104.

Ancora, la Consob ha dovuto, in quell'occasione ed in molte altre successive, affrontare il complesso tema del controllo sulle iniziative pubblicitarie connesse ad un'offerta pubblica di acquisto, per le quali è stata poi dettata anche una disciplina regolamentare. La particolarità della situazione rispetto alla pubblicità nelle OPV (che pure pone problemi complessi relativi alla correttezza dell'informazione rivolta al pubblico sui prodotti finanziari offerti ma per la quale esiste, in termini di richiami al prospetto pubblicato e avvertenze, un'esperienza regolamentare, anche internazionale, ormai risalente) è che nelle OPA, specialmente in quelle ostili, è facile lo straripamento dall'informazione finanziaria all'attacco reciproco, a volte ai limiti dell'offesa, ed è talvolta sfuggente il canale attraverso il quale il messaggio viene diffuso. La Consob ha in proposito rinunciato ad ogni forma di controllo preventivo ma ha affidato la questione ad una norma regolamentare contenente principi generali la cui violazione può comportare (ed ha comportato in alcuni casi) l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria, il cui testo è il seguente: Ogni messaggio in qualsiasi forma diffuso avente carattere promozionale relativo all'offerta ovvero inteso a contrastare un'offerta deve essere riconoscibile come tale. Le informazioni in esso contenute sono espresse in modo chiaro, corretto e motivato, sono coerenti con quelle riportate nella documentazione già diffusa e non inducono in errore circa le caratteristiche dell'operazione e degli strumenti finanziari coinvolti. Copia di detti messaggi è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione (art. 41, comma 3, del Regolamento Emittenti).

La vigilanza su revisori e sindaci

Il potere - conferito alla Consob dall'art. 152, comma 2, del TUF - di denunciare al Tribunale, ai sensi dell'art. 2409, i sindaci delle società quotate per fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei propri doveri è stato finora esercitato due volte.

In un caso la Consob ha ritenuto che i sindaci non avessero correttamente vigilato in merito a talune operazioni societarie concluse con soggetti correlati; nell'altro, che il collegio non avesse assunto le iniziative di competenza in relazione alla grave situazione di disordine generatasi all'interno del sistema amministrativo-contabile.

Ai relativi giudizi – nei quali la Consob è stata rappresentata da avvocati della consulenza legale interna – hanno preso parte, oltre ai sindaci "denunciati", i consigli di amministrazione delle due società e il Pubblico Ministero, intervenuto ai sensi dell'art. 2409 c.c..

In entrambi i casi, in pendenza del procedimento, i collegi denunciati hanno rassegnato le dimissioni dall'incarico e sono stati sostituiti da sindaci di nuova nomina. Di ciò il Tribunale ha preso atto e ha definito i giudizi dichiarando il non luogo a provvedere.

Sempre con riguardo alla vigilanza sui comportamenti dei collegi sindacali delle società quotate sono da menzionare i provvedimenti sanzionatori adottati in due occasioni dalla Consob per inottemperanza all'obbligo, imposto ai sindaci dall'art. 149, comma 3, del TUF, di segnalare tempestivamente alla stessa Consob le irregolarità riscontrate nell'operato degli amministratori.

L'irregolarità degli amministratori che i sindaci avrebbero dovuto tempestivamente comunicare consisteva, nel primo caso, nella mancata predisposizione della relazione trimestrale, ex art. 82 del regolamento emittenti; nel secondo era invece rappresentata dalla mancata comunicazione allo stesso collegio, ai sensi dell'art. 150, comma 1, di un'operazione in potenziale conflitto di interessi in quanto realizzata con parti correlate ad alcuni amministratori e di altre rilevanti sotto il profilo economico finanziario e patrimoniale.

Con riguardo ad entrambi i provvedimenti è stato promosso innanzi Corte d'Appello di Milano il giudizio di opposizione previsto dall'art. 195 del TUF. Nel primo dei casi in questione l'autorità giurisdizionale adita ha ritenuto sussistente la violazione imputata al collegio sindacale della quotata oltre che quella configurata a carico dei componenti il consiglio di amministrazione. Nel secondo dei giudizi instaurati, invece, ritenuto fondata la censura attinente all'interpretazione resa dalla Commissione dell'art. 149, comma 3, del TUF e del relativo obbligo di segnalare alla Consob le irregolarità riscontrate dai sindaci nell'attività di vigilanza.

Si noti che sia nell'impostazione che ha indotto la Consob a ritenere presente la violazione sia in quella condivisa dalla Corte d'Appello nel primo caso, l'infrazione all'obbligo di comunicazione da parte di sindaci è configurabile anche nel caso in cui i sindaci non avevano ritenuto esistente una irregolarità da parte degli amministratori ma, in considerazione dell'esistenza e della conoscibilità da parte loro dell'irregolarità stessa, avrebbero invece dovuto accertarla e riferirla all'autorità competente.

Inoltre, nel secondo caso è stata operata, a presupposto dell'iniziativa sanzionatoria, un'interpretazione dell'art. 150, comma 1, del TUF ("Gli amministratori riferiscono tempestivamente, secondo le modalità stabilite dall'atto costitutivo e con periodicità almeno trimestrale, al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale, effettuate dalla società o dalle società controllate; in particolare, riferiscono sulle

operazioni in potenziale conflitto di interesse") nel senso di un forte accrescimento nelle società quotate dell'informazione interna al consiglio di amministrazione e nel rapporto amministratori/sindaci sulle operazioni in conflitto d'interessi, con particolare o comunque di maggior rilievo.

Questa interpretazione sembra essere oggi confermata dalla nuova disciplina sui conflitti d'interesse dettata nella riforma del diritto societario, che sembra mutuare per tutte le società per azioni alcuni degli strumenti (ad esempio le comunicazioni periodiche interne al consiglio fra amministratori delegati e deleganti) che la Consob aveva già in via interpretativa ritenuto applicabili alle quotate in base all'art. 150.

Bibliografia

- Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di C. Rabitti Bedogni e Sandro Amorosino, Giuffrè 2004
- AAVV Riforma del diritto societario, Manuale Breve, Giuffrè Milano 2004
- ABi, La riforma del diritto societario e le Banche, 2004 AAVV.
- Colombo- Portale, Trattato delle società per azioni, Amministrazione e controllo, 2004
- Spada, c'era una volta la società, Riv. Not. 2004 I
- Vedi Cervone "L'EVOLUZIONE DELLE REGOLE E DELLA VIGILANZA NEL CONTESTO INTERNAZIONALE" intervento all'assemblea ordinaria Assiom 2004 in www.consob.it
-
- Codice dell'intermediazione mobiliare / a cura di F. Annunziata ; in collaborazione con Assosim e Arthur Andersen
Milano Il sole 24 ore libri Milano 1996
-
- L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare / N. Marzona
Marzona, Nicoletta
Padova CEDAM 1988
-
- Il sistema della revisione e certificazione dei bilanci. Attualità e ipotesi di modifica : documento di lavoro / Consob
Consob
Roma CONSOB 1990
-
- Guida agli adempimenti Consob : raccolta sistematica delle leggi e delle disposizioni sulla Consob / a cura di A. Prosperi e M. Confalonieri
Confalonieri, Marco
Milano Pirola 1987
-
- Consob : l'istituzione e la legge penale ; a cura di G. M. Flick ; [scritti di] G. Carli [et al.]
Milano Giuffrè 1987
-
- La Consob e l'informazione del mercato mobiliare : contributo allo studio delle funzioni regolative / G. Vesperini
Vesperini, Giulio
Padova CEDAM Padova 1993
-
- La gestione personalizzata di patrimoni mobiliari : la legge n. 1/1991 e i regolamenti della Consob / R. Clarizia, A. Magnoni
Clarizia, Renato
Milano Giuffrè 1993
-
- Guida agli adempimenti Consob : tutte le scadenze con note di commento in 34 schede : moduli e formule per gli operatori del mercato mobiliare / F. Cosco
Cosco, Fabrizio
Milano Pirola 1995
-
- Revisione e certificazione dei fondi comuni di investimento : profili giuridici / E. Girino
Girino, Emilio
Milano IPSOA Informatica Milano IPSOA Informatica 1987
-
- La Consob : lezioni di diritto del mercato finanziario / G. Minervini
Minervini, Gustavo
Napoli Liguori 1989
-
- La Consob / M. Cera ; prefazione di G. Rossi. - [edizione aggiornata]
Cera, Mario
Milano Giuffrè 1986
-
- La Consob / M. Cera ; prefazione di G. Rossi
Cera, Mario
Milano Giuffrè 1984
-
- La Consob : caratteri e funzioni-l'informazione societaria-le borse-controlli e sanzioni / A. Jannuzzi
Jannuzzi, Angelo
Milano Ipsoa informatica 1985
-
- Codice annotato delle sanzioni per l'intermediazione finanziaria : gli illeciti amministrativi del T.U.F. e del regolamento Consob n. 11522/1998 e i relativi provvedimenti della Consob / A. Freddi ; presentazione di R. Costi
Freddi, Albino

Milano Giuffrè 2001
SIM : la legge 2 gennaio 1991, n. 1 / a cura di P. Valentino ; con la collaborazione di V. Innocenzi Valentino, Pierluigi Milano IPSOA 1994
La Consob e l'informazione del mercato mobiliare : contributo allo studio delle funzioni regolative / G. Vesperini Vesperini, Giulio Padova CEDAM 1993
Manuale di borsa : aspetti economici e operativi / G. Tagi. [7. ed.] Tagi, Giorgio Milano ISEDI 1982
La relazione semestrale delle società con azioni quotate in borsa : le delibere CONSOB n. 2837 e n. 2838 dell' 8 aprile 1987 / V. Marasco Marasco, Vincenzo Milano Ipsoa informatica 1987
La prassi della Consob / G. Napoletano Napoletano, Giuseppe Roma Quasar 1993
I controlli della Consob / G. Sbisà Sbisà, Giuseppe Bologna Zanichelli Roma Società editrice del Foro italiano 1997
La Consob : caratteri e funzioni : l'informazione societaria : le borse-controlli e sanzioni / A. Jannuzzi [2. ed.] Jannuzzi, Angelo Milano Giuffrè 1990
L'istituzione Consob : funzioni e struttura / E. Cardi, P. Valentino Cardi, Enzo Milano Giuffrè 1993
La riforma della Consob nella prospettiva del mercato mobiliare europeo / a cura di G. Nardozi e G. Vaciago Bologna Il mulino 1994
La legge Draghi e le società quotate in borsa / diretto da G. Cottino ; coordinato da N. Abriani, T. Cavaliere, M. Sarale ; con la collaborazione di N. abriani ... [et al.] Torino UTET 1999
Ruolo delle banche alla luce della direttiva comunitaria in materia di servizi di investimento e nella prospettiva del testo unico sul mercato mobiliare : giornata di studio, Roma 22 novembre 1995 / Istituto per l'enciclopedia della banca e della borsa Istituto per l'enciclopedia della banca e della borsa Roma ABI 1995
Revisione e certificazione : problemi e alternative / G. Vallerani Vallerani, Giovanni Rimini Maggioli Rimini Maggioli 1983
Rapporto IRS sul mercato azionario 1991 / Istituto per la ricerca sociale Istituto per la ricerca sociale Milano Il sole 24 ore libri 1991
La tutela dei diritti dinanzi alle autorità garanti : 1. giurisdizione e amministrazione Scarselli, Giuliano Milano Giuffrè 2000
Mercati e amministrazioni indipendenti / a cura di F. Bassi e F. Merussi ; con i contributi di E. Cardi ... [et al.] Milano Giuffrè 1993
Le SIM nell'evoluzione del mercato finanziario / G.G. Santorsola Santorsola, Giuseppe G. Milano EDIBANK 1992
La riforma delle società per azioni e della borsa-valori / [a cura di G. De Fina ... et al.] Milano Giuffrè 1976

La certificazione del bilancio : i principi di revisione / F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu
Dezzani, Flavio
Torino Giappichelli 1995

L'Eurosim : decreto legislativo 1996, N. 415 - Commentario / a cura di G. Campobasso
Milano Giuffrè 1997

L'ammissione alla quotazione ufficiale di borsa / A. Rosati
Rosati, Antonio
Milano Giuffrè 1995

Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari / a cura di P. Auteri ; con i contributi di M. Cera ... [et al.]
Milano Giuffrè 1991

Il nuovo mercato finanziario e le SIM : il testo integrale della legge 2 gennaio 1991, n. 1 che disciplina le società di
intermediazione mobiliare : i provvedimenti e regolamenti attuativi emanati dalla Banca d'Italia : le delibere approvate
dalla Conso
Milano IPSOA 1992

Il mercato telematico per piccole e medie imprese. Realtà locali e contesto internazionale / a cura di S. Pivato ; [saggi di]
P. Bassetti [et al.]
Milano Giuffrè 1995

Il controllo del mercato mobiliare in Italia : aspetti istituzionali / S. Grillo
Grillo, Salvatore
Milano Giuffrè 1989

Il controllo del mercato finanziario : raccolta di disposizioni / G. Minervini, G. Vesperini
Minervini, Gustavo
Napoli Liguori 1993

I depositi di garanzia nelle operazioni di borsa : norme legislative e regolamentari / M. Campanelli
Campanelli, Marco
Milano EGEA 1989

Guida al bilancio : norme / a cura di S. Moroni e U. Arisi Rota
Milano Il sole 24 ore 1986

Atti delle società, procedure e adempimenti pubblicitari : soggetti obbligati, termini, modalità di esecuzione, misure dei
diritti e delle tasse / G. Stassano
Stassano, Giuseppe
Milano Giuffrè 1994

Anagrafe degli intermediari mobiliari in Italia / Cesifin ; diretta da E. Cardi ; a cura di M. Cardi, M. Scopelliti e P. Valentino
Cesifin
Firenze Cesifin 1989

Strumenti derivati: il mercato italiano dei futures / E. Berlanda, T. Bianchi, F. Giavazzi, T. Padoa Schioppa, L. Rondelli, M.
Tacci, A. Ventura
Roma Bancaria editrice 1994

Speculazione mobiliare e diritto penale / F. Mucciarelli
Mucciarelli, Francesco
Milano Giuffrè 1995

Società e controllo pubblico / D. Buonomo
Buonomo, Domenico
Milano Giuffrè 1978

Le nuove forme di impiego del risparmio : titoli tipici e atipici del mercato finanziario / G. De Marchi
De Marchi, Gianluigi
Milano Pirella 1987

L'Istituto della revisione contabile / Associazione italiana revisori contabili
Associazione italiana revisori contabili
Fidenza Mattioli 1994

L'ammissione alla quotazione ufficiale di borsa / A. Rosati
Rosati, Antonio
Milano Giuffrè c.1995

L'amministrazione delle imprese / E. Ardemani
Ardemani, Edoardo
Milano Giuffrè 1978

Il mercato finanziario per le piccole e medie imprese e il "diritto dei mercati regolamentati" / F. Almini
Almini, Federico
Milano Giuffrè 1995

I bilanci consolidati di gruppo : principi e tecnica della loro formazione / S. Sarcone. - [2. ed.]
Sarcone, Salvatore
Milano Ipsoa informatica Milano 1985

INTERVENTI PROGRAMMATI

**INFORMAZIONE AL MERCATO. RESPONSABILITA', TUTELA
DELL'INVESTITORE ED ASSICURAZIONE DEL RISCHIO**

Dott. Marco Cecchi de' Rossi
Amministratore Delegato
Fitch Italia S.p.A.

Sommario

1. Fitch Ratings
2. Considerazioni sull'attività di rating

1

Fitch Ratings

Fitch Ratings

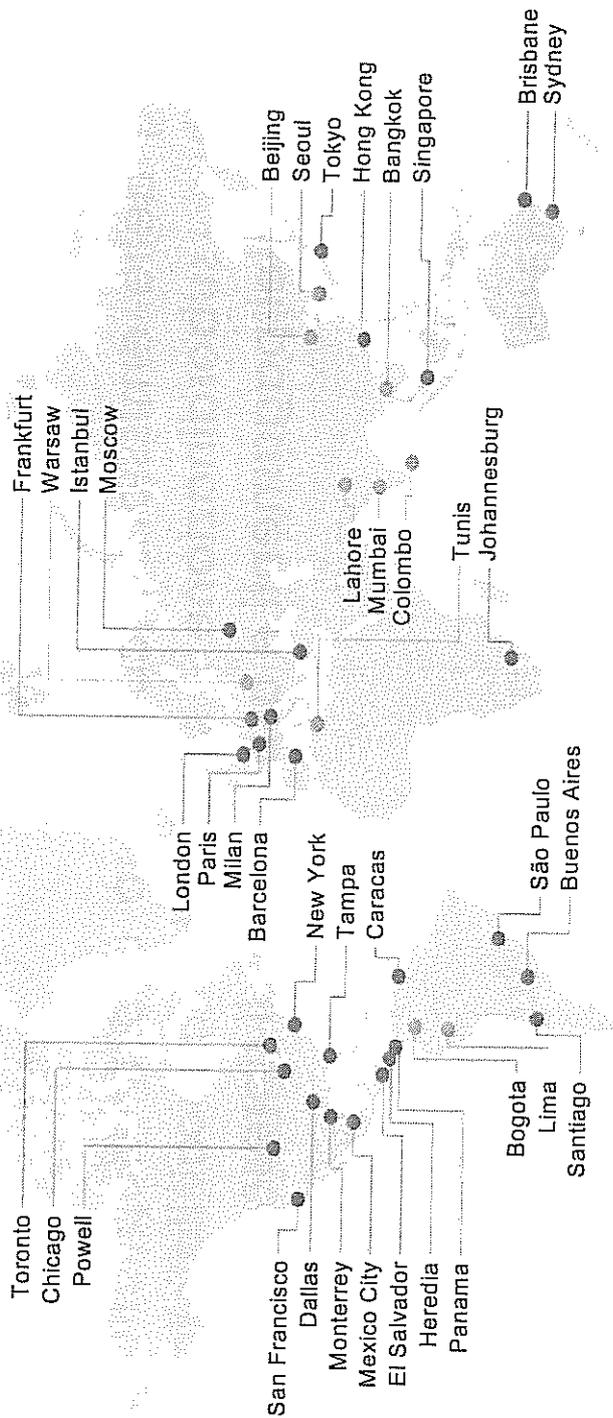
Everything You Need, More Than You Expect

- Una agenzia di rating internazionale consolidata in tutti i segmenti del mercato
- L'unica global agency europea
- Due direzioni generali: New York e Londra
- Oltre 5,500 sottoscrittori attivi
- 1,600 professionisti (tra cui 700 analisti) in 50 uffici nel mondo
 - di cui oltre 680 in 8 sedi europee (380 analisti)
- Un grande patrimonio di esperienza al Vostro servizio

Fitch Ratings nel mondo

- 1,600 banche ed istituzioni finanziarie
- 1,200 aziende non finanziarie
- 1,300 compagnie di assicurazioni
- 42,000 emissioni municipali
- Cartolarizzazioni – 8,000 operazioni
 - 1,100 operazioni europee in tutte le asset class
- 87 stati sovrani
 - 93 governi locali

Uffici e staff nel mondo



Metodologia Corporate

- **Valutazioni analitiche di base**
 - I rating delle emissioni incorporano una molteplicità di fattori: seniority, subordinazione strutturale e collateralizzazione, puntualità dei pagamenti e aspettative di ripresa
- **Fattori qualitativi:**
 - **Rischio industriale**
 - **Ambiente operativo**
 - **Posizione di mercato**
 - **Aspetti legali e regolamentari**
 - **Corporate Governance**

Metodologia Corporate

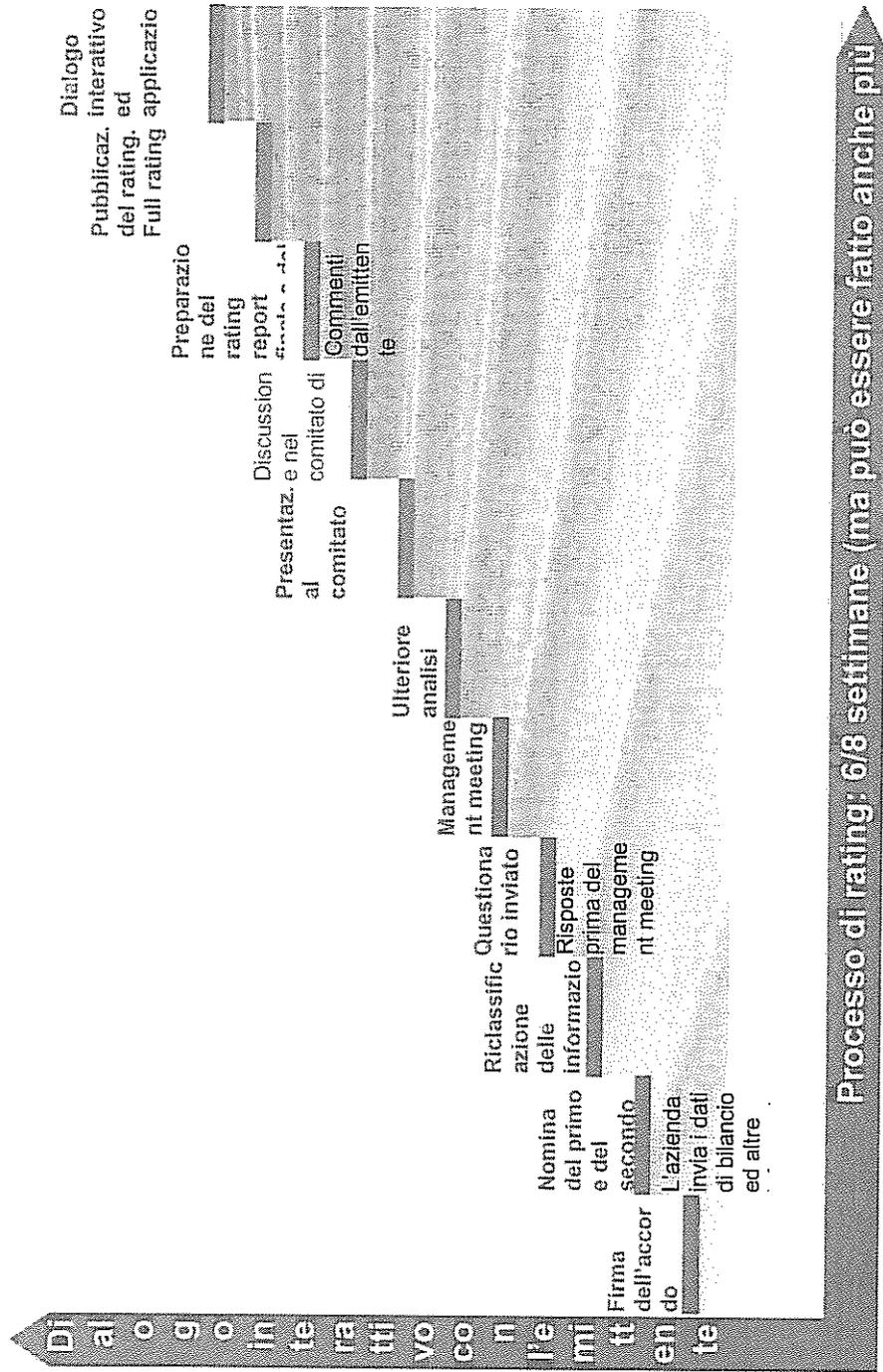
Metodologia Corporate

- Fattori quantitativi
 - Profitti e cash-flow
 - Struttura patrimoniale
 - Flessibilità finanziaria
 - Indici di copertura
 - Leva finanziaria
 - Redditività
- Per la finanza strutturata: l'integrità della struttura legale e la qualità degli *assets* sono i fattori principali
 - Tipologia degli *assets*
 - Qualità degli *assets*
 - Storia degli *assets*
 - Servicer and Servicing

Metodologia Corporate

- Impatto della Corporate Governance sulla definizione del rating
 - Indipendenza e qualità del Consiglio di Amministrazione
 - Presenza di transazioni tra il senior management (o azionisti di controllo) e l'azienda
 - Integrità del processo di auditing
 - Remunerazione del management legata alle performance aziendali
 - Struttura di proprietà/controllo

10 fasi: dal mandato della pubblicazione. Il processo in dettaglio



Perché usare Fitch? .. perché funziona!

- **Gli investitori apprezzano Fitch**
 - Dialogo attivo con gli investitori internazionali
 - oltre 550 incontri individuali con portfolio managers e credit officers nel 2003
 - Gli investitori chiedono più competizione tra le agenzie
 - Accoglienza dimostrata dal documento della "Banda dei 26"
- **Le opinioni possono differire**
 - Mercati, scenari normativi, contesti competitivi e cultura d'affari differiscono tra loro.
- **La competizione è un fattore positivo**
 - Incrementa gli standard dei servizi
 - Impedisce di "dormire sugli allori"
 - Più ratings definiscono meglio i meriti di credito
- **Fitch – un contributo apprezzato...**
 - Illustra la "credit story" più approfonditamente
 - Risolve le differenze di opinione ("split ratings")

Perché usare Fitch?...perché funzionai

Rating 1, 2 o 3

Quanti rating chiede il mercato?

- 3 – Public Bond Markets:
 - > Maggiori e più frequenti emittenti tra stati sovrani, banche, istituzioni finanziarie, agenzie sovranazionali ed aziende multinazionali
 - > Settori “difficili”
 - > Crediti “split rated”
- 2 – Public Bond Markets (emittenti non frequenti) e soggetti con status di controparte sul mercato dei capitali
 - > 2 su 3 (“Banda dei 26”)
- 0 – 1 Private Placements: negli Stati Uniti ed in Europa
 - > Cambio delle procedure del SVO (Security Valuation Office) sull'uso dei ratings NRSRO

2

Considerazioni sull'attività di rating

Cos'è il rating

Il rating è l'opinione di un soggetto esterno ed indipendente (l'agenzia di rating) sulla capacità di un emittente o di un'emissione di far fronte puntualmente ai propri impegni/obbligazioni

I rating NON sono....

- Raccomandazioni ad acquistare/vendere o mantenere un titolo in portafoglio
- Definiti sulla base della probabilità di default, anche se vengono utilizzate ricerche sulla probabilità di default per illustrare la performance dei rating
- Revisioni contabili
- Valutazioni sulla possibilità di frode
- Supposizioni su eventi non verificatisi
- Commenti sul prezzo delle obbligazioni in relazione ai rating
- Volatili (cioè soggetti a frequenti cambiamenti, come le indicazioni 'buy' e 'sell')

...quos NON bñipò /

I punti di forza dei rating

- Visione a lungo termine basata sui fondamentali del credito
- Assorbimento dell'impatto dei cicli macro-economici
- Accesso a fonti di informazioni dirette
- Le decisioni sono processate da un comitato
- Indipendenti e imparziali

..sono rivolti ai punti di debolezza dei prezzi di mercato

- Per loro natura a breve termine
- Influenzati da fattori non creditizi
- Condizionati dalla liquidità
- Influenzati dal "sentiment" del mercato
- Tendenzialmente Pro-ciclici

...sono rivolti ai punti di debolezza

Vari tipi di rating

- **A lungo termine, sul debito non garantito, sull'emittente, sulla controparte**
- **A breve termine, sul debito non garantito, sull'emittente, sulla controparte**
- **Rating Individuali (dalla A alla E; solo per le banche)**
- **Rating di Supporto (da 1 a 5; solo banche)**
- **Rating sulla solidità finanziaria di un assicuratore AAA a D (solo assicurazioni)**
- **Rating domestici**
- **Rating in valuta locale**

La scala di rating a lungo e breve termine

Investment

AAA	Qualità del credito eccezionalmente alta	}	F1+	
AA+	Qualità del credito molto alta			
AA				
AA-				
A+				
A		Qualità del credito alta	}	F1
A-				
BBB+	Qualità del credito buona	}	F2	
BBB				
BBB-				F3

Speculative Grade

BB+	Qualità del credito speculativa	}	B
BB			
BB-			
B+			
B	Qualità del credito altamente speculativa	}	C
B-			
CCC,CC,C	Rischio di insolvenza elevato	}	D
DDD,DD,D			

Dati di default

“L’acid test” della Performance

(tassi di default medi annuali a 1 anno di Fitch)

	Imprese 1990-2002	Finanza strutturata 1991-2002
AAA	0.00%	0.00%
AA	0.00%	0.01%
A	0.05%	0.02%
BBB	0.36%	0.12%
Investment Grade Totale	0.12%	0.03%
BB	1.94%	0.45%
B	2.54%	1.14%
CCC-C	26.53%	24.77%
Speculative Grade Totale	4.20%	1.39%
Tutti i Rating	0.72%	0.27%

Performance review of Sovereign Ratings

(tassi di default medi annuali a 1 anno di Fitch)

Average Cumulative Default Rates (%)

	One-Year Sov
AAA	0.00
AA	0.00
A	0.00
BBB	0.00
BB	3.13
B	3.57
CCC/C	16.67
Inv Grade	0.00
Spec Grade	3.73
All rated	1.17

Perché i rating sono importanti?

- Accesso ai mercati capitali
- Linee guida per gli investitori
- Utilizzo regolamentare
- Crescita dei mercati capitali
- Impatto sui prezzi, uno dei tanti fattori

**RUOLO, RESPONSABILITA' DEL REVISORE
E ASSICURAZIONE**

Dott. Paolo Colciago
Socio
K.P.M.G. S.p.A.

Parlare oggi di ruolo e responsabilità del revisore, e di assicurazione, è tema scottante e, ahimè, tema sul quale si leggono e si ascoltano a volte imprecisioni e inesattezze.

L'argomento è sicuramente molto tecnico, sia sotto un profilo di responsabilità civile e penale, sia sotto un profilo di contenuti dell'attività di revisione.

E questo, a volte, non agevola la completa e oggettiva comprensione dei non addetti ai lavori.

Cercherò di rappresentare in sintesi estrema la natura e il significato della revisione contabile, le proposte per la riforma della disciplina della revisione contabile attualmente in discussione e, infine, dare dei cenni sul mercato assicurativo che, secondo la nostra esperienza, è oggi accessibile alle società di revisione.

1. Natura e significato della revisione

a. L'oggetto della revisione contabile

In estrema sintesi: i revisori devono acquisire gli elementi necessari per poter esprimere un giudizio sui bilanci della società. Questo giudizio, se positivo, segnala la conformità del bilancio, nel suo complesso, alle disposizioni che ne disciplinano i criteri di redazione.

Emerge, dunque, come i risultati di questi controlli non debbano sfociare in un giudizio di "qualità" dell'amministrazione della società né vadano confusi con esso. Per i revisori, al contrario dei sindaci, non è infatti prevista la partecipazione ai consigli di amministrazione; anzi, il revisore è collocato all'esterno della struttura societaria, diversamente da quanto avviene per gli amministratori e gli organi di controllo interno (sindaci, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo interno).

L'attività di revisione consiste in un controllo successivo, di tipo contabile, avente ad oggetto le informazioni *consuntive* sulle operazioni poste in essere dalla società in un periodo precedente rispetto a quello nel quale esso viene effettuato. Se perciò il controllo avviene dopo il compimento delle operazioni, la revisione presenta un limite fisiologico quale attività di prevenzione degli illeciti.

b. I soggetti destinatari dei risultati dell'attività di revisione contabile

Un equivoco diffuso sul tema dell'attività di revisione riguarda l'individuazione dei soggetti a favore dei quali sono rivolti i risultati dei controlli contabili.

Benché sia la società assoggettata a revisione a conferire l'incarico al revisore, il giudizio sul bilancio è indirizzato ad un pubblico ben più ampio rispetto alla platea dei soci (il "mercato") il quale fa affidamento anche sui dati di bilancio per decidere le sue politiche di investimento.

Proprio questa ambivalenza della revisione può essere all'origine di una dialettica anche aspra tra il revisore e la società committente.

Al contrario, la capacità di garantire trasparenza e affidabilità dei documenti contabili dovrebbe costituire un vero *valore per le imprese* e rappresentare un incentivo al miglioramento della qualità dei controlli anche da parte della società che ne è assoggettata.

c. La qualità della revisione contabile

La qualità della revisione per il mercato è in funzione **a)** della probabilità che il revisore scopra un'irregolarità nelle evidenze contabili della società e **b)** del fatto che il revisore renda pubblica tale irregolarità.

Quando la struttura di *governance* della società non si presenta adeguata, oppure quando il sistema di controllo interno della società non funziona correttamente, il revisore dovrà approfondire i suoi controlli al fine di ridurre il rischio di revisione, cioè il rischio che un bilancio non sia redatto secondo le corrette regole contabili.

E' dunque evidente come, oltre all'impegno e alle capacità del revisore, sia indispensabile un efficace sistema di controllo interno predisposto dalla società - e tenuto sotto costante osservazione da parte del collegio sindacale (o di altro organo equivalente) - per poter innalzare significativamente la qualità della revisione.

E, per inciso, innalzare la qualità della revisione significa ridurre il rischio per il revisore e di conseguenza il rischio per l'assicuratore. I nostri interessi coincidono. Inoltre, l'intervento del legislatore e dell'Autorità di controllo a favore di un modello di *governance* adeguato alla struttura delle società rappresenta un elemento determinante che, a livello di sistema, contribuisce a migliorare la qualità della revisione. In presenza, per esempio, di amministratori indipendenti o espressione degli azionisti di minoranza, il consiglio di amministrazione rappresenterebbe un organo più equilibrato e soprattutto più trasparente (anche nei confronti del revisore) rispetto ad un organo monocratico o comunque ad uno che sia diretta emanazione dell'azionista di maggioranza.

Come detto, c'è un secondo fattore che incide sulla qualità della revisione per il mercato. Essa dipende dal fatto che il revisore esprima nella sua relazione un giudizio coerente con il risultato dei controlli. Tale comportamento, in presenza di condizionamenti ad agire diversamente, è in funzione dell'etica professionale del revisore. E non aggiungerei altro su questo tema; l'etica è fondamentale.

Dal punto di vista della "percezione" del mercato l'aspetto della qualità della revisione è inoltre strettamente connesso al tema dell'indipendenza. Il mercato, non conoscendo e non potendo quindi fare affidamento sull'etica personale del revisore, confida nel fatto che egli rivelerà le irregolarità riscontrate se è considerato indipendente rispetto alla società sottoposta a revisione.

A tal fine i meccanismi di vigilanza sull'attività di revisione (ci si riferisce soprattutto ai controlli di qualità) assumono un ruolo fondamentale: essi potrebbero infatti rafforzare la capacità del mercato di disporre degli strumenti idonei per valutare la coincidenza tra la reputazione del revisore e la qualità del suo lavoro. Se l'offerta della revisione dipende, in primo luogo, dalla reputazione collettiva, è necessario prevedere un meccanismo in base al quale il rischio di perdere tale reputazione determini un costante stimolo a mantenere elevata la qualità dei controlli.

2. Proposte per la riforma della disciplina della revisione contabile:

Quali sono le proposte attualmente sul tavolo per migliorare la qualità e abbassare il rischio? Ecco una sintesi.

a) Sul conferimento dell'incarico

La soluzione pressoché unanime, accolta in tutte le legislazioni internazionali nelle quali è previsto l'istituto della revisione, prevede che sia l'assemblea degli azionisti a conferire l'incarico al revisore. Varia invece, a seconda dei casi, il livello di coinvolgimento dell'organo di controllo societario nella designazione del revisore.

La critica che più frequentemente viene mossa alle attuali modalità di conferimento dell'incarico di revisione è quella che, essendo i revisori nominati dall'assemblea (secondo la regola maggioritaria), essi sono espressione dello stesso azionista di controllo che nomina gli amministratori.

Ritengo, almeno sul piano teorico, che l'indipendenza del revisore non sia necessariamente preclusa da questo meccanismo di nomina. L'incentivo a comportarsi in modo indipendente ed etico trova fondamento, già nel sistema attuale, nella significativa responsabilità che la legge pone a carico del revisore.

In ogni caso, la percezione del mercato dell'indipendenza del revisore rispetto alla società che egli è tenuto a controllare può essere rafforzata dalla possibilità di far partecipare altri soggetti al meccanismo di nomina, come alcuni suggeriscono.

Per esempio, si suggerisce, per svincolare la nomina del revisore da parte del soggetto espressione della maggioranza, di adottare la soluzione prevista dal Codice di Autodisciplina della Borsa, in base alla quale il comitato per il controllo interno, formato in maggioranza 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...».

E comunque, per rafforzare il ruolo di un soggetto "terzo" rispetto al binomio maggioranza-amministratori all'atto del conferimento dell'incarico, è altresì necessario mantenere l'attuale previsione per cui anche l'organo di controllo (il collegio sindacale) debba, a sua volta, concorrere all'individuazione del revisore più adatto con l'espressione di un suo autonomo parere.

Inoltre, come già detto, il ruolo nel sistema dell'autorità di vigilanza dei mercati (Consob) dovrebbe essere quello di effettuare regolari controlli e ispezioni sulle società di revisione, valutando soprattutto la loro capacità ed adeguatezza di svolgere gli incarichi. Di conseguenza, all'esito negativo di questa attività di vigilanza, l'autorità dovrebbe poter intervenire revocando il mandato al revisore, se necessario anche già in sede di conferimento.

b) Sulla durata dell'incarico

Si discute anche della durata dell'incarico, e le proposte sul tavolo non si discostano molto dalla norma vigente (che già prevede la rotazione).

c) Sul sistema dei controlli interni amministrativo-contabili e sul rapporto con la revisione

A questo riguardo, si deve enfatizzare che, poiché è dal sistema di controllo interno e dal sistema contabile della società che si originano le informazioni che i revisori sono tenuti a controllare, tale valutazione da parte degli amministratori e degli organi di controllo sul grado di affidabilità del sistema riveste importanza centrale per l'attendibilità del giudizio finale del revisore.

E' ormai opinione diffusa che in Italia si debba intervenire per rafforzare la cultura del controllo interno affinché esso diventi un meccanismo efficace anche nella prevenzione degli illeciti e delle irregolarità. Siffatta tendenza è del resto imposta dalla stessa evoluzione normativa: basti pensare alla disciplina in materia di responsabilità "amministrativa" delle persone giuridiche ex d.lgs. 231/2001 che fa appunto perno sull'esistenza di un sistema di controllo interno adeguato e attendibile.

Il *Sarbanes-Oxley Act* emanato nel 2002 negli Stati Uniti è intervenuto in questa direzione, attribuendo estrema importanza all'attenzione che gli amministratori e i vertici aziendali devono riporre sulla valutazione dei sistemi di controllo interno. La *Section 404* prevede infatti che il management rilasci un'attestazione sul funzionamento del sistema di controllo interno (*internal control structure*). La legge americana si occupa, prima di tutto, dell'adeguatezza della struttura interna della società, e quindi del processo di formazione delle informazioni rilevanti, stabilendo

che l'attestazione del *management* costituisca la base di partenza del lavoro del revisore.

si comincia anche a discutere di una specifica relazione sull'adeguatezza della struttura interna dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (che potrebbe essere inserita nella relazione sulla gestione).

Quanto invece alla vigilanza sul sistema di controllo interno che la legge attribuisce al collegio sindacale, anche i risultati di questa attività, nonché una valutazione delle operazioni intercorse tra la società e le parti correlate, dovrebbero secondo alcune ipotesi essere oggetto di un'apposita relazione.

a) **Sui controlli di qualità e sulla vigilanza**

Ho già accennato al tema.

Per rafforzare il ruolo dei controlli di qualità, credo che sia necessario dare attuazione al più presto alla Raccomandazione della Commissione Europea "relativa ai requisiti minimi per il controllo della qualità della revisione legale dei conti nell'UE".

In particolare, la proposta di direttiva impone l'istituzione di un soggetto indipendente per vigilare sull'adozione di incisivi sistemi di controllo di qualità da parte delle società di revisione e a tal fine fissa precisi criteri relativi, per esempio, alle risorse (economiche e professionali) da destinare a tale attività, alla frequenza delle verifiche, agli effetti degli inadempimenti.

Attualmente, la Consob esercita la vigilanza sulle società dell'albo speciale che viene attuata nella verifica dei requisiti necessari in sede di iscrizione e negli interventi successivi, come ispezioni e verifiche.

Finora i controlli sulle società di revisione sono stati effettuati tuttavia, in prevalenza, in occasione di crisi delle imprese o di indizi relativi ad una situazione di difficoltà. Essi si sono risolti in una vigilanza *ex post* volta solo ad accertare gli elementi di dissesti o di problemi ormai conosciuti. Ciò che invece è mancata è la vigilanza preventiva e continua, idonea a costituire uno stimolo al mantenimento della qualità della revisione.

Come è noto, un intervento simile è stato posto in essere negli Stati Uniti. Il *Sarbanes-Oxley Act del 2002* 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 U.S.A. ha aumentato significativamente le risorse professionali a disposizione della Sec.

e) **Sul requisito dell'indipendenza**

Il tema centrale nel dibattito internazionale sulla riforma della disciplina dell'attività di revisione si è concentrato (soprattutto a partire dal caso Enron del 2002 negli U.S.A.) sulla questione dell'offerta di servizi *non-audit* da parte del *network* delle società di revisione. Il tema conserva la sua attualità, essendo oggetto della

Raccomandazione Europea del 16 maggio 2002 non ancora recepita nel nostro paese.

La Raccomandazione Europea sancisce il principio che l'indipendenza nel rapporto tra la società sottoposta a revisione e il revisore debba essere valutata avendo riguardo alla complessità dei rapporti e dei servizi offerti alla società dal revisore stesso e dal suo *network*.

Questa soluzione già di fatto in via di applicazione costituisce, ritengo, una buona soluzione del problema.

L'offerta di servizi diversi dalla revisione non è preclusa al revisore e al suo *network*, a condizione che non sia compromessa l'indipendenza nello svolgimento dei controlli contabili. In ogni caso, i servizi diversi dalla revisione prestati dal revisore (e dal suo *network*) alla società (e al suo gruppo) non devono mai compromettere l'indipendenza e non possono mai comportare il coinvolgimento del revisore nel processo decisionale dell'alta direzione aziendale.

La Raccomandazione prevede altresì che l'organo di controllo della società sia coinvolto nella valutazione dell'indipendenza del revisore. Ad esso dovranno essere comunicati tutti i corrispettivi percepiti, suddivisi tra attività di revisione e attività diverse. L'organo di controllo, qualora lo ritenga opportuno, può chiedere ulteriori misure a salvaguardia dell'indipendenza e può incontrare il revisore per discutere i problemi relativi alla sua indipendenza.

f) Sul tema delle sanzioni

Quanto alle sanzioni che direttamente si rivolgono all'attività delle società di revisione, esse sono notevolmente superiori rispetto a quelle poste a carico dei soggetti che, primi fra tutti, sono responsabili delle omissioni nelle trasmissioni delle informazioni o nell'impedito controllo e, nel contesto generale, esse appaiono pertanto più che sufficienti.

3. La responsabilità civile dei revisori e le coperture assicurative

La responsabilità del revisore è molto elevata. Egli è infatti responsabile in solido con gli amministratori, nei confronti della società, dei creditori e dei terzi, per i danni derivanti dall'inadempimento dei suoi doveri.

Ciò che si è verificato in passato è che le azioni sociali di responsabilità nei confronti degli amministratori sono state sovente accompagnate dall'azione nei confronti delle società di revisione, anche qualora tali azioni non erano, nei fatti, supportate da valide argomentazioni. In realtà, il coinvolgimento delle società di revisione si basava, in questi casi, sulla presunzione che esse fossero i soggetti che più degli altri (anche per effetto della copertura assicurativa) potevano far fronte a risarcimenti significativi.

Questa situazione ha portato ad un incremento notevole del costo delle assicurazioni professionali dei revisori, fino a far dubitare che, nel prossimo futuro, si possa ancora trovare adeguata copertura assicurativa. Ne deriva una situazione in cui un singolo incidente professionale potrebbe mettere in crisi l'intera struttura, fino al fallimento della società di revisione.

La difficoltà nel trovare adeguate coperture assicurative costituisce una disfunzione del sistema, al punto che vi è da chiedersi se la regolamentazione non imponga un onere eccessivo e ingiusto al revisore.

È dunque evidente come il funzionamento di questo sistema - e dunque la concreta capacità di risarcimento - non possa dipendere unicamente dalla struttura patrimoniale della società di revisione e dei suoi soci. Di fronte ai fallimenti della revisione è invece indispensabile disporre di adeguate coperture assicurative. Se però, come è stato detto, è verosimile aspettarsi che nel futuro le assicurazioni saranno sempre più restie a coprire questi rischi professionali, fino a non accettare del tutto tali rischi, è necessario introdurre un correttivo per invertire questa tendenza (e in Italia già non vi sono assicuratori disposti a coprire questo rischio). Tale esigenza, a livello di sistema, deriva dal fatto che in assenza di una possibilità concreta di risarcimento del danno la tutela del mercato è solo apparente.

4. Sintesi conclusiva

In conclusione, la responsabilità civile delle società di revisione è uno dei meccanismi previsti dall'ordinamento per compensare i danneggiati in caso di inefficacia dei controlli contabili. Le difficoltà, sempre crescenti, che le società di revisione incontrano per reperire adeguate coperture assicurative a fronte del rischio della loro attività, rivela l'inadeguatezza del meccanismo in vigore. Pertanto, ferme restando le sanzioni penali del revisore che costituiscono il vero deterrente, ritengo che il sistema della responsabilità civile possa essere modificato affinché ad essa corrisponda la possibilità di offrire un effettivo risarcimento, garantito da adeguate coperture assicurative