

COMMISSIONE DI STUDIO
SULLA TRASPARENZA DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Istituita con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 9 aprile 2002 e formata da: prof. Francesco Galgano, *Ordinario di Diritto civile, Università di Bologna* (presidente), avv. Roberto Ulissi, *Dirigente generale Ministero dell'economia e delle finanze*, dott. Massimo Tezzon, *Direttore generale Consob*, dott. Bruno Bianchi, *Direttore centrale per la vigilanza, Banca d'Italia*, ing. Massimo Capuano, *Amministratore delegato Borsa Italiana s.p.a.*, dott. Adolfo Mamoli, *Presidente del consiglio direttivo Assirevi*, dott. Lino De Vecchi, *Dottore commercialista* (membri), con l'assistenza del prof. Fausto Panunzi, *Straordinario di Economia politica, Università di Bologna* (segretario).

RELAZIONE FINALE

SOMMARIO:

1. – PREMessa: OGGETTO DELLA RELAZIONE	PAG.	2
2. – INDIPENDENZA DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE	PAG.	4
2.1. – LA TUTELA PENALE	PAG.	5
2.2. – LA TRASPARENZA DELLA RETE ENTRO LA QUALE SI COLLOCANO LE SOCIETÀ DI REVISIONE	PAG.	7
2.3. – LE SOLUZIONI POSSIBILI	PAG.	12
2.4. – LE PROPOSTE DELLA COMMISSIONE	PAG.	16
3. – ATTENDIBILITÀ DELLE ANALISI FINANZIARIE	PAG.	20
3.1. – LA DISCIPLINA VIGENTE	PAG.	21
3.2. – LE INIZIATIVE IN CORSO IN AMBITO INTERNAZIONALE	PAG.	23
3.3. – POSSIBILI INTERVENTI LEGISLATIVI	PAG.	24
3.4. – TUTELA PENALE	PAG.	25
4. – TRASPARENZA DELLA SITUAZIONE ECONOMICA DELLA SOCIETÀ QUOTATA	PAG.	25
4.1. – INSIDER DEALING	PAG.	26
4.2. – I PRINCIPI CONTABILI	PAG.	29
4.3. – L'INFORMAZIONE VIA INTERNET	PAG.	30
4.4. – REGOLAZIONE DELLE <i>STOCK OPTIONS</i>	PAG.	31
4.5. – CONSOLIDAMENTO DELLE <i>SPECIAL PURPOSE ENTITIES</i> (SPE)	PAG.	32
4.6. – TERMINI PER LA PUBBLICAZIONE DELLE INFORMAZIONI SOCIETARIE	PAG.	34
4.7. – TRASPARENZA DEGLI ASSETTI SOCIETARI	PAG.	35

5. – LE REGOLE DI GOVERNO DELLA SOCIETÀ	PAG.	36
5.1. – GLI AMMINISTRATORI E I SINDACI DELLE SOCIETÀ	PAG.	37
5.2. – CONFLITTO DI INTERESSI	PAG.	39
6. – LE RACCOMANDAZIONI DELLA COMMISSIONE E LE PREFERIBILI FONTI DI INTERVENTO NORMATIVO	PAG.	44

1. – PREMessa: OGGETTO DELLA RELAZIONE.

La Commissione è stata istituita con il compito di esaminare l'idoneità dell'ordinamento interno a fornire al mercato una rappresentazione veritiera della situazione economica, finanziaria e patrimoniale delle imprese quotate, che consenta di segnalare per tempo l'insorgere di situazioni di crisi e di individuare le misure correttive necessarie.

L'iniziativa del Ministro trae motivo, come è precisato nelle premesse del decreto istitutivo della Commissione, dalle recenti crisi di imprese quotate e, in particolare, dalla crisi improvvisa che ha interessato negli Stati Uniti la società ENRON, sviluppatasi in assenza di indici e di informazioni idonee a segnalarne al mercato l'insorgenza, con gravi riflessi interni ed internazionali, a danno del sistema economico, dei creditori, dei risparmiatori e dei lavoratori. Il decreto istitutivo della Commissione richiama l'attenzione sulla esigenza della trasparenza e della prevenzione dei conflitti di interesse nel governo delle imprese quotate e sottolinea, in particolare, l'esigenza di un esame specifico della materia con riguardo ai principi contabili, al ruolo dei revisori e al ruolo degli analisti.

La presente relazione dei lavori della Commissione pone sul tappeto le predette questioni con l'indicazione delle pertinenti norme di legge e di regolamento o di autodisciplina vigenti nel diritto interno e con una prima valutazione della loro idoneità ad operare quali presidi di trasparenza e di

prevenzione di fenomeni del genere di quelli che negli Stati Uniti hanno interessato la società ENRON prima e poi WORLD COM e altre ancora.

Va in proposito tenuto presente che i contesti italiano (ma anche europeo nel suo complesso) e statunitense presentano fra loro rilevanti differenze relative sia alla tradizione normativa sia alla struttura del mercato, che rendono difficili paragoni e confronti. E' in proposito vero che la normativa italiana prevede da tempo (a partire dal d.p.r. n. 136/75 e dal d. lgs. n. 88 del 1992) e soprattutto dopo il Testo Unico sulla intermediazione finanziaria del 1998, norme specifiche riguardanti la revisione contabile, ad esempio sui requisiti di indipendenza dei revisori e suoi limiti allo svolgimento dell'attività di consulenza. Significativi sono anche il Regolamento della Borsa italiana, la Guida all'informazione societaria, i codici di autodisciplina, quali il codice dei fondi di investimento e quello dell'Associazione nazionale degli analisti finanziaria.

Anche la Commissione dell'Unione Europea ha approvato il 16 maggio 2002 una estesa *Raccomandazione sull'indipendenza dei revisori dei conti nella UE*, cui la presente relazione darà il dovuto risalto.

E' però altrettanto vero che la struttura del mercato americano, i caratteri di quel sistema giuridico e l'ampiezza dei poteri ivi tradizionalmente riconosciuti alle autorità di controllo producono una serie di rimedi nei confronti dei comportamenti scorretti, quali le azioni civili (*class actions*) da parte di gruppi di azionisti, l'ingerenza di investitori istituzionali sulla *corporate governance* delle società quotate o gli interventi dell'Autorità di controllo, difficilmente riscontrabili nel nostro sistema.

Nelle proprie riunioni, tenutesi il 13 giugno, il 22 luglio, il 2 settembre 2002, la Commissione di studio ha preso atto che la trasparenza e la prevenzione dei conflitti di interesse sono assunti dal decreto istitutivo della Commissione quali presupposti della rappresentazione veritiera della situazione economica, finanziaria e patrimoniale delle società quotate.

La Commissione ha stimato opportuno procedere alla verifica dell'idoneità dell'ordinamento interno non solo in relazione alla rappresentazione "veritiera" della situazione delle imprese quotate, ma anche in riferimento alla "completezza" della informazione.

Inoltre, la Commissione ha considerato che il decreto istitutivo pone come presupposti della rappresentazione veritiera la trasparenza e la tutela dai conflitti di interessi e indica tre aree di indagine (principi contabili, ruolo dei revisori e ruolo degli analisti), ed ha ritenuto che per assicurare la rappresentazione veritiera (e completa) occorre altresì esaminare: a) il tema generale della informativa al pubblico sulla situazione della società e b) gli assetti di *corporate governance*; questi ultimi, in particolare, rilevano per due motivi: al fine di verificare l'esistenza di adeguati meccanismi societari di controllo ed anche perché un ulteriore presupposto della rappresentazione veritiera (e completa) è costituito dalla correttezza e fedeltà degli amministratori.

La Commissione ha quindi ritenuto che il decreto istitutivo, nel porre i predetti presupposti, abbia segnalato le seguenti aree di indagine: indipendenza della società di revisione, attendibilità degli analisti finanziari, informazione al mercato, *corporate governance*, con particolare riferimento ai conflitti di interesse.

Con la presente relazione la Commissione valuta quale sia lo stato attuale della normazione nazionale e quali le innovazioni da suggerire su ciascuno di questi punti. Valuta infine quale sia, per ciascuno di essi, la preferibile fonte di regolazione normativa: se la legge o il regolamento (in particolare i regolamenti Consob) o l'autodisciplina contrattuale (in particolare il regolamento contrattuale di borsa, i codici di autodisciplina di categoria).

* * *

2. – INDIPENDENZA DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE

I rapporti tra il *management* della società quotata e la società di revisione

sono, come è stato segnalato anche dal presidente della Consob nella relazione sull'attività svolta nel 2001, uno dei punti critici del tema oggetto dei lavori della Commissione, essendo ben noto, in relazione a quanto emerso negli Stati Uniti, che quelle società di revisione erano solite intrattenere un duplice rapporto con la società soggetta alla loro revisione: di controllo dei conti e, al tempo stesso, di consulenza nei più diversi settori di interesse imprenditoriale, dalla consulenza fiscale a quella legale, fino alla progettazione della finanza straordinaria.

Poteva accadere, a questo modo, che la società di revisione finisse con il controllare se stessa, esercitando il proprio controllo su operazioni da essa stessa predisposte o suggerite. Inoltre, la sua indipendenza poteva risultare compromessa, perché il conferimento di incarichi di consulenza può dipendere dalla benevolenza da essa dimostrata in sede di revisione. Per converso, poteva acquisire una sorta di oligopolio della consulenza, essendo in grado, per i poteri di cui dispone sulla società sottoposta alla sua revisione, di condizionare le scelte di questa circa i consulenti ai quali rivolgersi. Infine, poteva spingerla a sentirsi parte del *corporate team*, a perdere la sua terzietà rispetto alla società oggetto di revisione; e il suo coinvolgimento dell'organizzazione aziendale e nelle scelte imprenditoriali, provocato dalla estesa attività di consulenza prestata, poteva diventare tale da indurla a mascherare – questo è, infatti, accaduto nel caso ENRON – le situazioni di crisi nelle quali sia incorsa la società sottoposta al suo controllo.

* * *

2.1. – LA TUTELA PENALE.

Va segnalato anzitutto che il corretto esercizio della revisione è stato nel nostro sistema elevato al rango di bene penalmente protetto, anche se non si può confidare soltanto sulla sanzione penale prevista per le falsità nelle quali la società di revisione sia incorsa nelle proprie relazioni e nelle proprie comunicazioni. La norma penale, già prevista dall'art. 175 del citato Testo unico

sull'intermediazione finanziaria, è stata riformulata dall'art. 2624 del codice civile, nel quadro delle nuove disposizioni penali emanate in attuazione della legge delega n. 366 del 2001.

E' però significativo il fatto che – secondo un modello di responsabilità penale operante negli Stati Uniti fin dal 1882 – è stata anche in Italia introdotta, come già negli altri europei, la responsabilità da reato delle persone giuridiche (d.lgs. n. 231 del 2001). Ora il falso posto in essere dalla società di revisione dà luogo, in applicazione del d.lgs. n. 61 del 2002, a responsabilità da reato anche della società quale persona giuridica, e non solo delle persone fisiche che lo hanno materialmente commesso, qualora risulti che il reato sia stato posto in essere nell'interesse della persona giuridica. A questo modo la tutela penale si rivela in grado di neutralizzare quella spersonalizzazione dei comportamenti che è propria della organizzazione collettiva.

Altrettanto degno di nota è il sistema sanzionatorio che, oltre alla sanzione pecuniaria, contempla misure di sicurezza particolarmente energiche, come la confisca del prezzo o del profitto del reato (confisca che può essere eseguita anche su somme di danaro, beni o altre utilità di valore equivalente al prezzo o al profitto del reato). La responsabilità è accertata dal giudice penale su iniziativa del pubblico ministero, il quale fruisce dei poteri di indagine e di acquisizione delle prove, anche attraverso la polizia giudiziaria, che sono propri della sua funzione.

Va anche segnalato, in questo contesto, il nuovo art. 2622, comma 3°, del codice civile, che punisce le false comunicazioni sociali degli amministratori, direttori generali, sindaci e liquidatori delle società quotate nei mercati regolamentati; come è significativo il fatto che il nostro sistema penale non punisca solo i revisori infedeli, ma reprima anche, con il nuovo art. 2625 del codice civile, il reato di impedito controllo, punendo gli amministratori che, occultando documenti o con altri artifici, impediscono o comunque ostacolano lo

svolgimento dell'attività di controllo o di revisione, causando danno ai soci. A questo modo viene penalmente garantita non solo la qualità del controllo, ma anche la qualità dell'informazione sulla quale si esercita il controllo.

Particolarmente severa è la tutela penale recentemente apprestata negli Stati Uniti dal *Sarbanes-Oxley Act* del 31 luglio 2002:

- a) sono state introdotte nuove figure, alcune delle quali volte a reprimere ipotesi di illecito emerse in relazione al caso ENRON a carico delle società di revisione;
- b) è stato attuato un generale e significativo inasprimento delle pene per reati già previsti dall'ordinamento. In particolare, le pene contemplate per la figura generale di "condotta fraudolenta suscettibile di incidere sull'acquisto e vendita di strumenti finanziari" - figura all'interno della quale si situano, tra l'altro, le false comunicazioni o relazioni dei responsabili della revisione - vengono aumentate sensibilmente: viene, in particolare, raddoppiata la pena della reclusione massima (da 10 anni a 20 anni); la multa - applicabile come misura alternativa o congiunta alla detenzione - passa da un massimo di 1 milione a 5 milioni di dollari.

* * *

2.2. – LA TRASPARENZA DELLA RETE ENTRO LA QUALE SI COLLOCANO LE SOCIETÀ DI REVISIONE.

E' necessario, prevenire le cause che possono pregiudicare l'indipendenza della società di revisione rispetto alla società sottoposta al suo controllo; e anche sotto questo aspetto può dirsi che il nostro vigente diritto interno non è privo di misure di salvaguardia.

L'indipendenza degli esercenti la revisione contabile può, in astratto, essere garantita a due livelli:

- a) il primo livello di salvaguardia è quello dell'oggetto sociale della società di revisione.

Oggi vige l'art. 6 del d. lgs. n. 88 del 1992, per il quale l'oggetto sociale di queste società deve essere «limitato alla revisione e alla organizzazione contabile della società»; il che esclude la consulenza fiscale, giuridica, finanziaria ecc. Modello della norma sono i diritti francese e belga, mentre una simile limitazione dell'oggetto sociale è estranea all'ordinamento degli altri paesi europei e degli

USA.

La pur rigorosa norma vigente in Italia non tiene conto però del fatto che le società di revisione si collocano, di solito, al centro di una più vasta “rete”, formata da una pluralità di società o studi professionali; sicché la limitazione dell’oggetto sociale può prestarsi ad elusioni che, come l’esperienza talvolta rivela, risultano attuate per il tramite delle società o degli studi professionali *a latere* (o a monte o a valle) della società di revisione, aventi la stessa denominazione di questa (magari con la specificazione *legal* o *financial* ecc.), e fra loro variamente collegati da rapporti di diversa natura: una si occupa della consulenza legale, un’altra della consulenza fiscale, un’altra della finanza straordinaria e così via. Si è in presenza cioè di una rete o *network*, all’interno della quale si attua una costante cooperazione, con scambio di esperienze e di personale.

Di fronte ai terzi l’immagine dell’unità dell’insieme è data dalla comune denominazione o dal comune marchio utilizzato; nei rapporti interni il nesso fra le varie società o studi è determinato dai servizi comuni, oltre che dal rapporto di fiducia esistente fra i soci delle diverse società.

Il concetto di «rete» entro la quale opera la società di revisione si trova adeguatamente espresso nel glossario che accompagna la citata Raccomandazione della Commissione dell’Unione europea: «una rete comprende la società di revisione che esegue la revisione legale come pure le sue consociate e qualsiasi altra entità controllata dalla società di revisione e soggetta con essa ad un controllo, una proprietà o una gestione comuni, o collegata o associata in altro modo alla società di revisione attraverso l’uso di una denominazione comune o la messa in comune di significative risorse professionali». Come si dirà più oltre, questo concetto di «rete» è, nella Raccomandazione UE, il punto di riferimento di una specifica disciplina normativa;

b) il secondo livello di salvaguardia dell’indipendenza della società di revisione

è quello dell'incarico della revisione, conferito alla singola società.

L'indipendenza dei revisori è garantita, a questo livello, da un sistema di incompatibilità.

Operano tuttora (non essendo stato emanato il regolamento del Ministro di giustizia previsto dall'art. 160 del citato Testo unico del 1998) le incompatibilità di cui all'art. 3 del d.p.r. n. 136 del 1975: l'incarico non può essere conferito a società di revisione che si trovino in situazioni d'incompatibilità derivanti da rapporti contrattuali o da partecipazioni a società i cui soci o amministratori o sindaci o direttori generali siano parenti o affini entro il quarto grado degli amministratori, dei sindaci o dei direttori generali della società che conferisce l'incarico o di altri enti o società che la controllano, oppure siano amministratori o sindaci della società che conferisce l'incarico o di altre società o enti che la controllano, o lo siano stati nel triennio anteriore, oppure prestino, o abbiano prestato nel triennio anteriore, lavoro subordinato o autonomo o nella società che conferisce l'incarico o in enti che la controllano oppure si trovino comunque in una situazione che comprometta la loro indipendenza.

Negli USA l'incompatibilità sussisteva a norma di legge solo per la tenuta della contabilità e per la rappresentanza nel contenzioso esterno della società sottoposta a revisione (mentre la normazione secondaria della SEC l'aveva estesa ad altri *non audit services*). Oggi la legge del 30 luglio 2002 (*Sarbanes-Oxley Act*) ha profondamente innovato: da un lato, ha provveduto ad estendere la serie delle incompatibilità a tutte le attività diverse dalla revisione; dall'altro ha ammesso una duplice possibilità di esoneri (sect. 201). Una preventiva autorizzazione a prestare servizi non di revisione può essere concessa (lett. *h*) dall'interno *audit committee* della società, ma non può riguardare i seguenti servizi:

- (1) tenuta dei libri contabili o altri servizi correlati alla tenuta della contabilità e alla redazione dei bilanci;

- (2) sistemi di informazione contabile e finanziaria;
- (3) servizi di valutazione, pareri di congruità e stime per i conferimenti in natura;
- (4) servizi attuariali;
- (5) servizi di outsourcing di revisione contabile interna;
- (6) funzioni amministrative o risorse umane;
- (7) servizi di broker, operatore, consulenza in materia d'investimenti e servizi d'investimenti *banking*;
- (8) servizi legali e di consulenza non correlati alla revisione.

E' stato istituito un *Public Company Accounting Oversight Board*, il quale può, fra l'altro, esercitare questa duplice facoltà: può allargare la serie delle incompatibilità non esonerabili; e può per converso «dispensare dal divieto sopra individuato persone, emittenti, società pubbliche di revisione sulla base delle circostanze del singolo caso di specie se e nella misura in cui tale esenzione sia necessaria o idonea a tutelare l'interesse pubblico e gli investitori» (lett. *b*).

Alla legge statunitense appare estraneo il concetto di rete. Le incompatibilità, e le facoltà di esonero, sono enunciate con riferimento alla sola società di revisione; ciò che riflette la realtà americana, caratterizzata dall'assenza di limiti all'oggetto sociale delle società di revisione, del genere di quelli posti dal citato d.lgs. italiano del 1992, e dal fatto che, in quel mercato, la stessa società di revisione è solita prestare la consulenza e gli altri servizi diversi dalla revisione. Si consideri tuttavia che la disciplina USA fa riferimento, oltre che alle società di revisione, anche alle "persone ad esse associate", categoria nella quale vengono incluse (sect. 2, n. 9) - tra l'altro - tutte le persone (fisiche o giuridiche) che esercitano un'attività per conto della società di revisione. La definizione - che appare volta ad abbracciare tutte le diverse modalità con cui la società di revisione può avere organizzato la prestazione della propria attività - potrebbe perciò includere anche le società facenti parte del *network* della stessa. Questa estensione del campo di applicazione della disciplina è, in particolare, richiamata nelle disposizioni concernenti il divieto di esercizio da parte delle società di revisione di attività *non audit*: è infatti previsto che la SEC possa

applicare tale divieto anche alle "persone associate alla società di revisione", nei limiti che la SEC medesima riterrà opportuni (sect. 201, *a*). Le ricadute di tale norma e l'individuazione del novero dei soggetti che ricadono nella nozione di "persone associate" non sono tuttavia ancora note, in quanto non risulta che la SEC abbia a tutt'oggi emanato la regolamentazione attuativa.

Altra norma italiana suscettibile di agire, sia pure indirettamente, sulle società di revisione è quella di cui all'art. 39 del d.p.r. 6 marzo 1998, n. 99, che attribuisce al direttore generale degli affari civili e delle libere professioni presso il Ministero della giustizia il potere di disporre la sospensione dell'iscritto all'albo dei revisori contabili in vari casi, fra i quali i seguenti:

- c) l'iscritto, l'amministratore, il direttore generale, il socio o i soggetti di cui l'iscritto si avvale per svolgere la sua attività, intrattengono con il soggetto che conferisce l'incarico, o con soggetti controllati, rapporti continuativi o rilevanti aventi ad oggetto prestazioni di consulenza o collaborazione, ovvero li abbiano intrattenuti nei due anni antecedenti al conferimento dell'incarico;
- d) l'iscritto, l'amministratore, il direttore generale, il socio o i soggetti di cui l'iscritto si avvale per svolgere la sua attività, sono legati alla società o all'ente che conferisce l'incarico, o a società o enti che la controllano, da rapporti di lavoro subordinato o autonomo, ovvero lo siano stati nei tre anni antecedenti al conferimento dell'incarico;
- e) l'iscritto, l'amministratore, il direttore generale, il socio o i soggetti di cui l'iscritto si avvale per svolgere la sua attività, sono amministratori della società o dell'ente che conferisce l'incarico o di società o enti che la controllano, ovvero lo siano stati nei tre anni antecedenti al conferimento dell'incarico;
- f) l'iscritto è eletto sindaco o evita la decadenza dalla carica, tacendo consapevolmente sulla ricorrenza di una delle situazioni indicate nell'articolo 2399 del codice civile diverse da quelle indicate nell'articolo 2382 del codice civile;
- g) l'iscritto persona fisica, o il legale rappresentante della società di revisione, viene sottoposto a misure cautelari;
- h) emerge ogni altro fatto dal quale possa desumersi che nel caso concreto è compromessa gravemente l'idoneità al corretto svolgimento delle funzioni di controllo dei conti.

Sia l'art. 3 del d.p.r. n. 136/75, sia l'art. 39 del d.p.r. n. 99/98 sono tuttavia eludibili per il tramite delle predette società o studi professionali *a latere*, componenti la «rete» entro la quale agisce la società di revisione.

* * *

2.3. – LE SOLUZIONI POSSIBILI.

Una soluzione drastica del problema della indipendenza dei revisori, ma probabilmente troppo drastica, potrebbe essere ricercata al primo dei livelli sopra descritti (ossia al livello su cui agisce il citato art. 6 del d.lgs. n. 88 del 1992) e consistere nel divieto ai soci, amministratori, direttori generali, dipendenti e stabili collaboratori delle società di revisione di assumere corrispondenti figure in società aventi per oggetto la consulenza fiscale, legale, finanziaria, oltre che nel divieto per le società di revisione di assumere partecipazioni in società di consulenza. Una tale soluzione sarebbe tuttavia, troppo drastica perché precluderebbe i vantaggi che possono derivare dalla polifunzionalità della rete, la quale offre maggiore varietà e quindi ricchezza di conoscenze e di esperienze, vantaggiose anche nell'esercizio delle specifiche attività di revisione. Un'adeguata flessibilità in tale ambito consentirebbe inoltre di fronteggiare situazioni contingenti, come ad esempio operazioni straordinarie (in caso di fusione di due società che si avvalgono della stessa società di revisione, o di società della stessa "rete", l'una per i servizi di consulenza e l'altra per l'attività di revisione), dove sembra inopportuno impedire l'utilizzazione della società di revisione per la continuazione e il completamento della consulenza su progetti già avviati prima dell'operazione.

Altra soluzione è quella che può operare al secondo livello, articolata nei seguenti termini:

a) la società di revisione, al momento del conferimento dell'incarico, deve dare notizia dell'identità e della interna articolazione della rete alla quale appartiene e deve, in particolare, dichiarare se e quali dei suoi soci o amministratori o direttori generali o dipendenti o stabili collaboratori assumano corrispondenti figure in società di consulenza;

b) alla società che ha conferito l'incarico della revisione è fatto divieto, per

tutta la durata dell'incarico, di intrattenere rapporti di consulenza con le società oggetto della predetta comunicazione e con i suoi soci, amministratori, direttori generali, dipendenti o stabili collaboratori;

oppure

aa) la rete o *network* cui la società di revisione appartiene deve essere pubblicizzata come «fatto rilevante» che il mercato deve conoscere;

bb) debbono essere resi noti i compensi che la rete percepisce dalle singole società sottoposte a revisione, distinguendo fra compensi per revisione e compensi per consulenza, in modo da mettere in evidenza la presenza o no di una dipendenza economica della società di revisione dalla società cliente, dipendenza che dovrà presumersi ove i compensi per la consulenza siano prevalenti.

La soluzione di cui ai punti *a)* e *b)* si ritrova anticipata, anche se in sede solo interpretativa, dalle Comunicazioni Consob DACRM96003558 del 18 aprile 1996 e DME1029755 del 20 aprile 2001.

La prima di queste, nel riassumere gli adempimenti che le società conferenti e le società di revisione iscritte nell'Albo speciale di cui all'art. 8 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, sono tenute ad osservare ai fini dell'approvazione da parte della Consob degli incarichi di revisione e certificazione conferiti ai sensi dell'art. 2 del citato decreto, nonché gli adempimenti alle stesse richiesti nel corso del triennio di conferimento, precisa quanto segue:

- «al fine di salvaguardare il requisito dell'indipendenza le società conferenti non dovranno avvalersi della consulenza o di altre prestazioni professionali fornite da società o da studi professionali che intrattengono rapporti a carattere continuativo con la società di revisione incaricata della certificazione dei bilanci ai sensi dell'art. 2, sesto comma, del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136»;
- «nell'ipotesi in cui le cariche sociali della società conferente siano ricoperte da uno o più soggetti facenti parti delle suddette società di consulenza e studi professionali, la società di revisione incaricata è tenuta a non avvalersi, nello svolgimento dell'incarico, delle prestazioni fornite da tali organismi»;
- «la Commissione raccomanda comunque alle società conferenti di evitare di nominare alle cariche sociali soggetti che facciano parte delle suddette società di consulenza e studi professionali».

La seconda Comunicazione, concernente i contenuti della relazione del collegio sindacale all'assemblea di cui agli artt. 2429, comma 3°, del codice civile e 153, comma 1°, del d. lgs. 58/98, richiede fra l'altro che sia fatta:

- indicazione dell'eventuale conferimento di ulteriori incarichi alla società di revisione e dei relativi costi;
- indicazione dell'eventuale conferimento di incarichi a soggetti legati alla società incaricata della revisione da rapporti continuativi e dei relativi costi.

Sempre in tema di garanzie di indipendenza già apprestate dal nostro ordinamento può essere significativo ricordare il *cooling-off period*, ossia la disciplina del passaggio di personale della società di revisione alla società cliente. L'art. 3 del citato d.p.r. n. 136 del 1975 dispone anche che le funzioni di amministratore o di sindaco e la prestazione di lavoro, subordinato o autonomo, nella società conferente non possono essere assunte dal socio, dall'amministratore, dal sindaco o dal dipendente della società di revisione prima che siano trascorsi tre anni dalla cessazione dell'incarico o della qualità di socio o di amministratore o di sindaco o di dipendente. La cautela potrebbe però essere rafforzata, estendendo il *cooling-off* alle cariche ed ai rapporti di lavoro nella società controllante la società conferente e in quelle che ne sono controllate. L'indipendenza potrebbe infatti essere pregiudicata dall'aspettativa di benefici diretti o indiretti da parte della società cliente.

La soluzione di cui ai punti *aa)* e *bb)* è quella che si ritrova caldeggiata nella citata Raccomandazione della Commissione UE. Vi si legge, fra l'altro:

«quando un'entità di interesse pubblico ha un organo di controllo, il revisore legale deve, almeno una volta all'anno:

a) comunicare all'organo di controllo, per iscritto:

- i. l'importo totale dei corrispettivi che il revisore legale stesso, la società di revisione e i membri della sua rete hanno fatturato al cliente e alle sue consociate per la prestazione di servizi nel periodo di riferimento. Tale importo va suddiviso in quattro principali categorie di servizi: servizi di revisione legale; altri servizi di verifica; servizi di consulenza fiscale; altri servizi diversi dalla revisione. La categoria degli altri servizi diversi dalla revisione va

ulteriormente suddivisa in sottocategorie finché le voci comprese in una di esse differiscono sostanzialmente tra loro. Questa suddivisione in sottocategorie deve almeno fornire informazioni sui corrispettivi per la fornitura di servizi relativi ai sistemi informativi-contabili-amministrativi-finanziari, al servizio di revisione interna, alla valutazione, all'assistenza nella risoluzione di controversie e alla ricerca di personale. Per ciascuna (sotto)categoria di servizi, vanno indicati separatamente gli importi addebitati e quelli concordati, come pure le proposte o offerte per futuri contratti di prestazione di servizi;

- ii. una descrizione di tutte le relazioni tra il *revisore legale* stesso, la *società di revisione* e i membri della sua *rete*, da un lato, e il *cliente* e le sue *consociate*, dall'altro, che, a suo giudizio, potrebbero essere ragionevolmente considerate atte a compromettere la sua indipendenza e obiettività e
 - iii. le salvaguardie in atto per ovviare a tali rischi;
- b) confermare per iscritto che, secondo il suo giudizio professionale, il *revisore legale* è indipendente ai sensi dei requisiti regolamentari e professionali e che l'obiettività del *revisore legale* non è compromessa, o altrimenti dichiarare che egli teme che la sua indipendenza e obiettività possa essere compromessa e
- c) chiedere di discutere le questioni di cui sopra con l'*organo di controllo del cliente*».

La linea emergente dalla Raccomandazione UE è, per un aspetto, più rigorosa di quella espressa dal *Sarbanes-Oxley Act* americano e, per altro aspetto, meno rigorosa. Il maggior rigore sta nel fatto, già segnalato, che la Commissione UE ha avuto riguardo non alla sola società di revisione, come è nel caso della legge USA (che però contiene *in nuce*, come si è sopra avvertito, alcune potenzialità espansive), ma alla più estesa rete cui la società di revisione appartiene. Per contro, la legge americana decreta l'incompatibilità fra servizi di revisione e servizi diversi dalla revisione, mentre la Raccomandazione europea tende a garantire altrimenti l'indipendenza della società di revisione dalla società cliente, imponendo una dettagliata pubblicità dei rapporti fra l'una e l'altra, con i relativi corrispettivi, lasciando al mercato il giudizio se la prima, considerata la proporzione fra i corrispettivi della revisione e quelli dei servizi diversi, sia o no indipendente dalla seconda.

* * *

2.4. – LE PROPOSTE DELLA COMMISSIONE.

Al riguardo la Commissione ha maturato i seguenti convincimenti, che

sviluppano la linea di rigore già accolta dall'art. 6 del citato d. lgs. n. 88 del 1992, tenendo conto degli apporti ulteriori sia della Raccomandazione UE, sia della legge USA:

- 1) fermo restando per le società di revisione il limite all'oggetto sociale di cui all'art. 6 del d.lgs. n. 88 del 1992, le entità che compongono la rete cui la società di revisione appartiene non possono offrire alla società sottoposta a revisione servizi diversi dalla revisione che appaiano incompatibili con la revisione in quanto suscettibili di pregiudicare l'indipendenza della società di revisione rispetto alla società cliente, così come individuati con regolamento Consob, sentite le organizzazioni professionali della categoria;
- 2) è necessario a tal fine che sia introdotto nel nostro ordinamento il concetto di rete, così come adeguatamente formulato dalla citata Raccomandazione UE, e che la composizione della rete sia resa nota in allegato al bilancio annuale e, comunque, in allegato alla offerta rivolta ai clienti;
- 3) che sia tuttavia vietato alla società sottoposta a revisione ed alle sue controllanti e controllate di conferire incarichi diversi dalla revisione, oltre che alla società cui ha conferito l'incarico della revisione, anche alle entità interne alla rete cui questa appartiene, se tali incarichi hanno per oggetto servizi che siano stati valutati, con il regolamento Consob di cui *sub* 1, come incompatibili con l'incarico di revisione;
- 4) che siano resi pubblici, allo stesso modo con cui viene reso pubblico il bilancio sottoposto a revisione, i compensi che la società di revisione e la rete cui appartiene hanno percepito dalla società sottoposta a revisione;
- 5) che sia rafforzato il *cooling-off period* nei termini sopra descritti (2.3.).

* * *

Altri punti sui quali la Commissione ha maturato proposte tese a garantire l'indipendenza della società di revisione sono stati i seguenti:

- 1) l'incarico alla società di revisione deve essere conferito sulla proposta degli

amministratori all'assemblea di una terna di nominativi, unitamente al parere del collegio sindacale (o del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo), che esprime una preferenza motivata;

- 2) l'incarico deve avere la durata di sei esercizi (non tre come ora), ma senza possibilità di rinnovo immediato (salva, ovviamente, la possibilità di nuovo incarico decorsi sei anni dalla cessazione del precedente);
- 3) i criteri generali per la determinazione dei corrispettivi per la revisione sono fissati dalla Consob, così come recitava la norma, oggi abrogata, dell'*ex art.* 2, comma 5°, del d.p.r. n. 136 del 1975.

Il punto di cui *sub* 1) mira ad evitare l'incongruenza per cui i controllori sono nominati su proposta dei controllati. L'obbligo di proporre una terna riduce la discrezionalità degli amministratori ed amplia quella dell'assemblea, cui è rimessa la scelta, ma una scelta orientata dalla preferenza espressa dall'organo di controllo. A questo modo nessuno dei tre organi sociali è totalmente arbitro della decisione, e risulta garantita la terzietà dell'organo di controllo rispetto alla società di revisione, che sarebbe compromessa qualora gli si attribuisse la responsabilità della proposta.

L'esclusione dell'immediato rinnovo, di cui al punto *sub* 2), può evitare che, al fine di ottenere il rinnovo, la società di revisione sia, nell'imminenza della prima scadenza, troppo ben disposta verso gli amministratori della società sottoposta a revisione; giova, inoltre, ai fini della instaurazione di un mercato concorrenziale della revisione, che superi l'attuale condizione monopolistica del settore, formato da un numero alquanto ristretto di società. Al tempo stesso, il prolungamento dell'incarico a sei esercizi, in luogo dei tre attuali (ma rinnovabili due volte), consente alla società di revisione di approfondire la conoscenza della realtà economica della società sottoposta a revisione.

E' stata anche proposta la regola secondo la quale i criteri per la determinazione dei corrispettivi per la revisione debbano essere fissati dalla

Consob, anche in relazione alle dimensioni della società emittente e alla complessità dell'opera eseguita. La proposta nasce dalla considerazione che la società di revisione soddisfa con la sua attività una esigenza di protezione del mercato e, tuttavia, riceve il corrispettivo del proprio servizio dalla società che sottopone a controllo, per la quale quel corrispettivo rappresenta un costo da minimizzare il più possibile. Ciò induce le società di revisione a ricercare, indirettamente se non direttamente, le altre fonti di reddito che la consulenza può offrire loro. Si è obiettato che un simile disincentivo è reso superfluo dalla enunciata incompatibilità fra revisione e consulenza, mentre la libera concorrenza fra le società di revisione in ordine ai corrispettivi può giovare ai fini di un auspicabile allargamento del mercato della revisione. L'obiezione non è però decisiva: una concorrenza al ribasso sui prezzi nuocerebbe alla qualità della revisione, che è bene primario da salvaguardare.

Al fine di dare un contenuto esemplificativo ai predetti criteri generali, si richiamano qui alcune indicazioni contenute nella comunicazione emessa dalla Consob nel 1996, nel vigore della norma sopra richiamata, in merito ai principi che dovevano essere seguiti nella proposta di revisione, in termini di determinazione delle ore di lavoro e di composizione del *team* di revisione.

Questi criteri fornivano linee guida di carattere generale, nelle quali veniva affermata la necessità di garantire uno stretto legame tra numero delle ore dell'incarico, natura dell'attività svolta dall'azienda cliente e sue caratteristiche dimensionali e organizzative, e veniva richiesta la coerenza tra tali elementi. Era poi sottolineata l'importanza dello scambio di informazioni tra revisore uscente e revisore entrante, stabilita anche dai principi di revisione internazionali ISA. Infine veniva suggerita una tabella di riferimento per l'allocazione delle ore complessivamente necessarie per lo svolgimento del lavoro nell'ambito delle diverse categorie professionali impiegate, ispirata ad un concetto di idoneità quantitativa e qualitativa di tale personale rispetto all'obiettivo di revisione; ad

esempio, nell'ambito del team di revisione, veniva limitato l'utilizzo di personale con poca esperienza (*assistant*) a non più di circa il 60% delle ore complessive dell'incarico, nonché fissata, in un intervallo ricompreso tra il 4% e il 7% delle ore complessive, la soglia minima di impegno da parte del partner.

Qualora si volesse riattribuire un tale compito alla Consob, si potrebbe procedere alla rivisitazione dei predetti criteri. La logica della disciplina era di assicurare nella formulazione della proposta il livello tecnico adeguato rimettendo al mercato i criteri di determinazione delle tariffe. Eventuali sensibili discontinuità nell'ammontare delle ore e dei compensi dovevano essere ampiamente giustificate. In questa logica, coerentemente e responsabilmente, il collegio sindacale è chiamato ad esprimersi nei confronti dell'assemblea.

Occorre ancora osservare, al termine di questa prima parte della relazione, che la risposta data negli USA, con la citata legge del luglio scorso, ai problemi insorti con il caso ENRON è consistita anche nel potenziamento dei poteri, e della dotazione finanziaria, della SEC e nella istituzione del già menzionato Consiglio di controllo contabile delle società quotate (sect. 101), il quale è un ente *non profit*, non già una istituzione governativa (è composto da cinque esperti, nominati dalla SEC), ed opera «con il fine di controllare la revisione delle società pubbliche soggette alla normativa sui titoli e sulle materie a questa connesse, al fine di tutelare l'interesse degli investitori e l'ulteriore interesse pubblico alla predisposizione di resoconti di revisione informati, accurati ed indipendenti di quelle società le cui azioni sono vendute agli investitori e detenute da e per gli stessi.

Nel nostro ordinamento vengono in considerazione a quest'ultimo riguardo le norme del citato Testo unico del 1998 in materia di vigilanza della Consob sulle società di revisione, avente per il primo comma dell'art. 162 anche la funzione di «controllare l'idoneità tecnica» ed implicante, fra l'altro, il potere di «raccomandare principi e criteri da adottare per la revisione contabile» (art. 162,

comma 2°, lett. c). E' dunque già affidata alla Consob quella specifica funzione di controllo della qualità della revisione, che negli USA è stata affidata al menzionato Consiglio, e che ovviamente richiede la dotazione di una apposita organizzazione tecnica. La particolarità di questo tipo di attività sta nel fatto che essa richiede l'elaborazione e la conseguente adozione di un piano di verifiche, finalizzato a verificare la rispondenza del lavoro svolto dal revisore ai principi tecnici di riferimento che governano lo svolgimento di tale attività, su base sistematica. Il carattere di sistematicità proprio di tali controlli si traduce nella sostanza in un impegno particolarmente gravoso, il cui rispetto implica necessariamente, oltre ad una spiccata competenza tecnica, anche la disponibilità di risorse adeguate all'obiettivo.

* * *

3. – ATTENDIBILITÀ DELLE ANALISI FINANZIARIE

Il tema è ora la produzione e diffusione sul mercato di analisi, studi e statistiche concernenti le società emittenti di strumenti finanziari.

L'attendibilità dei giudizi espressi dagli analisti finanziari è apparsa spesso compromessa dal fatto che gli analisti sono in qualche modo interessati al giudizio sugli strumenti finanziari oggetto di analisi a causa dei rapporti da essi intrattenuti con le società o le banche incaricate del collocamento dei titoli. Ne costituisce riprova una recente rilevazione Consob, la quale ha messo in evidenza la netta prevalenza quantitativa dei *buy* sui *sell*, nonché l'uniformità di giudizio dei vari analisti, la tendenziale immutabilità del giudizio nel tempo, l'assenza di giudizi negativi. Nel caso ENRON questa inattendibilità è emersa in modo clamoroso: gli analisti finanziari avevano lasciato inalterato il giudizio positivo sulle prospettive della società anche quando essi (ma non il mercato) avevano a disposizione elementi di conoscenza su quelle società che avrebbero dovuto indurli ad un rapido e radicale mutamento del precedente giudizio.

* * *

3.1. – LA DISCIPLINA VIGENTE.

Le modalità di diffusione al pubblico degli studi e delle statistiche sono disciplinate, in attuazione dell'art. 114 del Testo unico dell'intermediazione finanziaria, dall'art. 69 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e dalla Comunicazione DME1029755 del 20 aprile 2001. L'Autorità di mercato ha fra l'altro imposto che studi e ricerche siano resi di pubblico dominio, per dare al mercato la possibilità di verificare la coerenza fra il giudizio degli analisti e l'attività degli intermediari, oltre che per stimolare la concorrenza fra analisti; ed ha imposto, per garantire l'indipendenza di giudizio degli analisti, di rendere pubblica una serie di notizie, quali i nomi degli autori degli studi, la fonte degli elementi di conoscenza utilizzati, gli eventuali rapporti fra chi diffonde gli studi e gli emittenti degli strumenti finanziari. Va al riguardo richiamata l'attenzione sulla importanza che può assumere una informazione sul punto se il pagamento della ricerca avvenga con le commissioni sulle operazioni di *investment banking*.

Recentemente la Consob è intervenuta nella materia con la delibera n. 13616 del 12 giugno 2002. In particolare, ferma restando la norma che distingue tra studi destinati al pubblico (per i quali è prevista una *disclosure* immediata) e quelli destinati alla clientela (per i quali vige una *disclosure* differita), si è prolungato il termine della *disclosure* differita (da 10 giorni a 90 giorni), però subordinandolo alla condizione che gli studi non siano utilizzati in modo improprio (in questa eventualità l'obbligo di *disclosure* è immediato), ossia quando sul mercato vengono diffuse voci sul loro contenuto, tali da provocare un andamento anomalo dei titoli oggetto dello studio.

La modifica si è resa necessaria per ridurre l'effetto di «spiazzamento» cui erano sottoposti i produttori di studi italiani (gli unici a dovere rispettare le prescrizioni regolamentari) rispetto ai loro concorrenti esteri. La nuova norma, infatti, prolungando il termine della *disclosure*, meglio protegge gli investimenti in ricerca effettuati da chi produce gli studi, subordinando però tale protezione alla

condizione che non siano posti in essere comportamenti opportunistici. L'esperienza mostra come in alcuni casi, non infrequenti, studi per la clientela e, quindi, destinati a restare riservati (almeno finché non intervenga il regime di *disclosure*) formino oggetto di indiscrezioni o anticipazioni. La pericolosità di una simile prassi è data dal fatto che in questi casi la diffusione parziale delle considerazioni racchiuse negli studi può essere fuorviante a causa della sua incompletezza. Inoltre, i dati di mercato mostrano che, quando gli studi sono anticipati al mercato, i soggetti che li producono sono anche attivi nella negoziazione (spesso con un'operatività di segno opposto a quella consigliata nello studio). Per questo, il diritto di esclusiva che il produttore dello studio ha su di esso è stato limitato nell'interesse della corretta informazione del mercato.

Un altro importante aspetto disciplinato dalla normativa Consob attiene ai *disclaimer* sulle situazioni di potenziale conflitto di interessi che devono essere apposti negli studi. Una tale prescrizione è posta nell'interesse dei soggetti che ricevono gli studi, non già per consentire a coloro che li producono di apporre su di essi una sorta di «clausola liberatoria». La Consob ha scelto di non individuare, *ex ante* e in modo tassativo, le situazioni di potenziale conflitto di interessi, rimettendo ai soggetti che producono gli studi il compito di valutare se e in quali casi, data l'entità delle situazioni di cui sono parte e il contesto in cui queste si producono, possono sorgere potenziali conflitti di interessi. Nel caso che l'intermediario ritenga che possono sussistere conflitti di interessi, esso è tenuto ad indicarli specificamente nel *disclaimer*, illustrandone le ragioni e l'estensione.

Il problema della disparità di trattamento fra produttori di studi italiani ed esteri potrebbe trovare una parziale soluzione anche nel quadro normativo attuale. La società di gestione del mercato potrebbe richiedere ai soggetti che domandano di essere abilitati a negoziare sui mercati da essa gestiti (tra questi soggetti sono ricompresi tutti i principali produttori di studi esteri) il rispetto di norme comportamentali in tema di produzione e diffusione degli studi. A questo modo, la

società di gestione potrebbe richiedere il rispetto della normativa Consob anche ai soggetti esteri cui essa non si applica e integrare dette norme con misure di autoregolazione di maggiore dettaglio.

* * *

3.2. – LE INIZIATIVE IN CORSO IN AMBITO INTERNAZIONALE.

La produzione e diffusione degli studi si presenta oggi come una industria internazionalmente integrata. Grazie anche alle nuove tecnologie di trasmissione a distanza (Internet in particolare) gli studi si prestano ad essere rapidamente diffusi in ambiti transnazionali. La Consob è stata tra le prime Autorità di mercato, nell'ambito dei poteri che le sono attribuiti dall'art. 114, comma 5°, del Testo unico dell'intermediazione finanziaria, a regolare la materia (una prima disciplina sull'argomento risale ad oltre dieci anni fa); tuttavia, le analisi condotte e le recenti vicende connesse ad alcuni conclamati scandali mostrano come da un lato il settore necessiti di ulteriori, e più incisivi, interventi di regolazione, e dall'altro come sia necessario, con opportune forme di coordinamento internazionale, superare i problemi di arbitraggio normativo. Da questo punto di vista, la Consob partecipa da circa un anno ad un gruppo di lavoro IOSCO, incaricato di emanare raccomandazioni cui uniformare la disciplina del settore, che dovrebbe concludere i propri lavori prima della fine dell'anno.

Un altro contributo all'armonizzazione della regolazione sulla materia viene dal progetto di Direttiva comunitaria sul *Market abuse*. Nella proposta di regolazione di secondo livello redatta dal CESR viene dato ampio spazio alle norme che disciplinano le modalità di produzione e di diffusione degli studi e i comportamenti che i soggetti che producono detti studi devono tenere, con particolare riguardo alla *disclosure* sulle situazioni di potenziale conflitto di interessi in cui essi versano.

Il citato *Sarbanes-Oxley Act* americano a sua volta dispone, alla sect. 501, che la SEC

«deve adottare norme che impongano a ciascun analista di diffondere al pubblico, e a ciascun broker od operatore di pubblicare in ogni rapporto di ricerca, i conflitti d'interesse che egli sapeva, o che avrebbe dovuto sapere, esistere al momento dell'apparizione al pubblico o al momento della divulgazione della rapporto, ivi inclusi

- (1) la misura in cui l'analista abbia debiti o investimenti nella società emittente oggetto della comunicazione al pubblico o rapporto di ricerca
- (2) se il broker o l'operatore, o una consociata degli stessi, abbia ricevuto un compenso dall'emittente che sia oggetto del rapporto (sono ammesse eccezioni a discrezione della Commissione)
- (3) se l'emittente, le cui azioni sono consigliate nella comunicazione al pubblico o nel rapporto di ricerca, è attualmente, o sia stato nell'anno precedente la data della comunicazione o pubblicazione del rapporto, un cliente del broker od operatore, e in tale ipotesi dichiarare il tipo di servizi resi all'emittente,
- (4) se l'analista abbia ricevuto un compenso in relazione ad un rapporto di ricerca basato sugli utili dell'investimento (guadagnati generalmente o specificamente dall'emittente oggetto dell'analisi) del broker od operatore, e
- (5) comunicazione di qualsiasi altro conflitto d'interesse».

* * *

3.3. – POSSIBILI INTERVENTI LEGISLATIVI.

L'attuale pur esteso quadro regolamentare non copre alcuni rilevanti aspetti. Il citato progetto di Direttiva sul *Market abuse*, tra l'altro, individua tre aree di criticità rispetto alle quali sono individuate soluzioni che comporteranno, una volta che sia stata recepita la Direttiva medesima, la necessità di apportare modifiche al Testo unico della intermediazione finanziaria. In particolare si fa riferimento:

- a) all'assoggettamento alla normativa sugli studi di tutti gli studi aventi ad oggetto titoli trattati su mercati regolamentati italiani, indipendentemente dalla natura o dalla nazionalità del soggetto che li produce e/o li diffonde;
- b) all'assoggettamento a specifiche norme comportamentali dei soggetti che, materialmente, producono gli studi e, più in generale, ricomprendere tra i soggetti vigilati anche gli analisti (ovvero, i dipendenti incaricati di compilare gli studi);
- c) all'inclusione, nel novero dei soggetti tenuti al rispetto delle norme comportamentali, dei giornalisti e delle altre figure che diffondono al pubblico, anche in misura parziale, le informazioni contenute negli studi.

Rispetto a queste innovazioni, emergenti dal progetto di Direttiva, si potrà valutare se sia opportuno un eventuale anticipato recepimento nel nostro ordinamento. Si segnala in ogni caso l'opportunità di favorire l'organizzazione della categoria degli analisti, senza necessariamente ricorrere a interventi legislativi, quale premessa per l'elaborazione di un codice di autodisciplina.

* * *

3.4. – TUTELA PENALE.

Anche con riferimento agli analisti finanziari il mercato intanto può fruire della tutela penale prevista per il reato di aggio, concepito da nuovo art. 2637 del codice civile come reato di pericolo, ed in rapporto al quale vale quanto sopra segnalato circa la responsabilità da reato, oltre che della persona fisica che abbia materialmente posto in essere la condotta criminosa, anche della persona giuridica nell'interesse della quale l'azione sia stata posta in essere; e giova ripetere che la persona giuridica risponde del reato, e può subire la confisca sopra segnalata.

* * *

4. – TRASPARENZA DELLA SITUAZIONE ECONOMICA DELLA SOCIETÀ QUOTATA.

Il mercato del capitale di rischio deve conformarsi ai principi dell'economia di mercato, che esigono l'uguaglianza dei punti di partenza fra gli operatori e concepiscono il profitto come la risultante del libero gioco delle forze economiche, esclusa ogni condizione soggettiva di privilegio. In questa prospettiva assume centrale rilevanza la trasparenza del mercato, quale premessa necessaria di una competizione basata sulla parità di informazione degli operatori. Ai già esaminati profili che attengono alle società di revisione ed agli analisti finanziari vanno ora aggiunti quelli relativi all'*insider dealing*, alla struttura dell'informazione contabile, alla utilizzazione degli strumenti telematici di informazione, alla conoscibilità delle situazioni di conflitto di interessi.

* * *

4.1. – INSIDER DEALING.

Gli amministratori delle società quotate, i sindaci, i direttori generali e i loro consulenti e collaboratori dispongono, in ragione della carica ricoperta o del ruolo professionale svolto, di informazioni privilegiate, ossia di informazioni delle quali il pubblico non dispone, relative agli strumenti finanziari emessi dalla società e che, se rese pubbliche, sarebbero idonee a influenzarne sensibilmente il prezzo. La nostra legge, come è noto, punisce l'abuso di informazioni privilegiate in conformità della direttiva comunitaria n. 592 del 1989: il reato, previsto originariamente dalla legge n. 157 del 1991, è ora contemplato dall'art. 180 del Testo unico sull'intermediazione finanziaria.

La norma penale è posta a presidio della trasparenza del mercato: vietando l'abuso di informazioni privilegiate si mira a garantire che le operazioni di mercato intercorrano sulla base della pari informazione di quanti in esso operano. La parità di informazione è essa stessa una qualità della informazione. Il caso ENRON ha messo in evidenza come gli amministratori di questa società, consapevoli dell'imminente tracollo, ancora ignoto al mercato, si siano affrettati a vendere le azioni da essi personalmente possedute, mettendo così in salvo il proprio patrimonio e riversando il danno sugli ignari azionisti esterni. Ma può anche accadere che gli amministratori o gli altri soggetti sopra indicati, a conoscenza di eventi suscettibili di provocare un forte rialzo del valore di mercato dei titoli da essi posseduti, ne facciano incetta quando il loro valore di mercato sia ancora basso, traendo così profitto dalla informazione privilegiata. In entrambi questi ordini di ipotesi si è violato il divieto di *insider trading*; ma l'esperienza dimostra che per garantire la trasparenza del mercato non si può confidare solo sull'efficacia deterrente della minaccia penale.

Altre misure possono rivelarsi idonee ad assicurare, sotto questo specifico profilo, la trasparenza del mercato. Negli USA gli amministratori dovevano comunicare al pubblico gli acquisti e le vendite delle azioni della società da essi amministrata entro 10 giorni dalla fine del mese in cui le operazioni sono

avvenute (ora il termine è di 2 giorni dall'operazione). Da noi un obbligo di comunicazione era stato introdotto, ma solo limitatamente alla detenzione della partecipazione, e solo una volta all'anno, nella relazione sulla gestione che accompagna il bilancio di esercizio: dispone l'art. 33 della deliberazione Consob 1° luglio 1998, n. 11520, che «gli emittenti azioni, nella relazione sulla gestione, indicano, con i criteri stabiliti nell'allegato 2C, le partecipazioni detenute, negli emittenti stessi e nelle società da questi controllate, dagli amministratori, dai sindaci e dai direttori generali, nonché dai coniugi non legalmente separati e dai figli minori, direttamente o per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona, risultanti dal libro dei soci, dalle comunicazioni ricevute e da altre informazioni acquisite dagli stessi amministratori, sindaci e direttori generali».

Così come concepita, la norma vigente nel nostro sistema non è apparsa idonea a garantire una adeguata informazione del mercato sulle operazioni che gli amministratori e gli altri soggetti in essa menzionati pongono in essere nel proprio interesse sulle azioni della società o sulle azioni delle società da questa controllate. Si può però prendere per base questa norma, che risulta ben articolata quanto alla identificazione dei soggetti, e considerare gli acquisti e le dismissioni da parte di costoro come «fatti rilevanti» agli effetti della pubblicità regolata dall'art. 20 della medesima deliberazione Consob.

Su questa strada si è, in effetti, mossa di recente la Borsa Italiana s.p.a., che ha dettato regole, già approvate dalla Consob, secondo le quali le società emittenti di titoli quotati debbono comunicare alla Borsa Italiana e alla Consob le operazioni di acquisto e di vendita dei titoli delle società medesime e delle loro controllate effettuate, direttamente o indirettamente, dagli amministratori, sindaci, direttori generali e da «altre persone rilevanti» (per tali intendendosi ogni altra persona che abbia accesso, in virtù dell'incarico ricoperto, a informazioni idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli). La tempistica delle

comunicazioni è graduata in funzione del controvalore delle operazioni:

- a) entro il decimo giorno di borsa aperta successivo a ciascun trimestre solare per le operazioni il cui ammontare cumulato è compreso tra 50.000 e 250.000 euro;
- b) «senza indugio» per le operazioni di valore superiore a 250.000 euro.

Si tratta, a ben vedere, di soglie alquanto elevate, giacché corrispondono a più del doppio di quelle poste da Wall Street, i cui tetti sono 10 mila e 100 mila dollari.

La normativa della Borsa Italiana è destinata ad essere integrata da un «codice di comportamento, di cui le società quotate si stanno dotando, che individueranno le «altre persone rilevanti» e disciplineranno, fra l'altro, i flussi informativi che i soggetti interessati devono trasmettere alle società.

Va infine sottolineato che l'introduzione di un regime informativo *ad hoc* per l'*insider dealing* ha anche una valenza autonoma, particolarmente rilevante ai fini del regolare funzionamento del mercato: la diffusione di informazioni adeguate e tempestive su tali operazioni, infatti, può in ogni caso assumere un rilevante valore «segnalatico», fornendo al pubblico indicazioni sulla fiducia che gli *insiders* hanno nelle prospettive della società che amministrano, dirigono o vigilano, e contribuendo così a rendere più trasparente il meccanismo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari interessati; detta finalità informativa, in altri termini, sussiste indipendentemente dalla circostanza che gli esponenti aziendali abbiano effettuato le operazioni in questione avvalendosi di un'informazione privilegiata, nel presupposto che il ruolo qualificato ricoperto all'interno dell'emittente da tali soggetti giustifichi di per sé l'interesse del mercato alla conoscenza tempestiva delle operazioni medesime.

* * *

4.2. – I PRINCIPI CONTABILI.

Quanto sopra detto riguardo alla revisione contabile mira a far sì che le

comunicazioni sociali delle società quotate diano una rappresentazione veritiera della loro situazione economica. Ci sono tuttavia molteplici altri aspetti sotto i quali il tema della trasparenza delle comunicazioni sociali deve essere esaminato. Il mercato deve essere in grado di comprendere con facilità quanto esposto nei bilanci e nelle altre comunicazioni sociali e, soprattutto, deve essere nella condizione di disporre di chiavi di lettura omogenee in ambito internazionale. Il mercato finanziario è, con tutta probabilità, il mercato più globalizzato; ciò che rende indispensabile l'adozione di principi contabili internazionalmente uniformi.

In questo senso già si è pronunciata la citata legge n. 366 del 2001, segnalando la “vocazione internazionale” delle società quotate ed esigendo, quanto meno per il bilancio consolidato, la formulazione di principi contabili riconosciuti internazionalmente. Può essere degno di nota a questo riguardo come in sede di progettazione della legge delegata si sia per un verso formulato, per soddisfare una esigenza di universale intelligibilità delle poste di bilancio, il principio secondo il quale la sostanza economica delle voci deve prevalere sulla loro qualificazione giuridica (il linguaggio economico essendo più universale di quello giuridico) e si sia per altro verso fatto costante riferimento ai principi contabili riconosciuti internazionalmente.

Al riguardo va anche ricordato che nel giugno scorso il Consiglio di Ministri dell'Unione Europea ha approvato il Regolamento comunitario che impone a tutte le società quotate degli Stati membri dell'Unione Europea di adottare, a partire dal 2005, quanto meno per i bilanci consolidati, i criteri contabili dell'*International accounting standards* (IAS), implicanti fra l'altro la sostituzione del valore equo (*fair value*) al costo storico per una serie di appostazioni. Per gli strumenti finanziari, in forza della Legge comunitaria 2001, sarà attuata entro il 10 aprile 2003 la Direttiva 2001/65/CE, avente ad oggetto la loro valutazione al valore equo (*fair value*).

La agevole intelligibilità e la uniformità internazionale dei criteri di redazione del bilancio hanno specifica attinenza ai temi oggetto di studio di questa Commissione: valgono infatti a rendere più agevole, da parte del mercato e, in particolare, da parte degli investitori istituzionali e dei piccoli risparmiatori, quel controllo diffuso sul governo delle società quotate che può adeguatamente concorrere all'equilibrio complessivo del sistema e nel quale consiste, propriamente, la democrazia economica.

* * *

4.3. – L'INFORMAZIONE VIA INTERNET.

Degna di nota è la Comunicazione Consob DME1000796 del 4 gennaio 2001, la quale fornisce indicazioni in merito alla corretta utilizzazione di internet nella diffusione delle informazioni di natura finanziaria da parte di quegli emittenti che già adottano un tale strumento e raccomanda a tutti gli emittenti che utilizzino siti web di pubblicare attraverso gli stessi siti la documentazione di natura contabile. La materia degli adempimenti in materia di informativa continua (eventi *price sensitive*), periodica (bilanci d'esercizio, relazioni semestrali e trimestrali) o episodica (operazioni di finanza straordinaria rilevanti) è oggetto del citato regolamento Consob 11971/1999, il quale richiede che queste informazioni siano comunicate alla società di gestione del mercato e ad almeno due agenzie di stampa: le modalità informatiche non sono alternative rispetto a queste, ma suppletive, dovendo le informazioni essere divulgate via internet «solo a condizione che siano preventivamente rispettati gli obblighi di comunicazione previsti dalla vigente normativa».

Si suggerisce inoltre che i documenti siano messi a disposizione preferibilmente in versione integrale e nel formato originale: soprattutto con riferimento ai documenti contabili la Consob incentiva l'utilizzo di Internet, raccomandando alle società che utilizzano siti web di pubblicare integralmente i documenti contabili (documentazione relativa al bilancio d'esercizio, alla

relazione semestrale e alla relazione trimestrale) poiché questi, contenendo note di commento, mal si prestano a sintesi idonee ad assicurare la riproduzione fedele del quadro informativo originale.

* * *

4.4. – REGOLAZIONE DELLE *STOCK OPTIONS*.

Un discorso a sé richiedono le *stock options*, che nella vicenda ENRON hanno suscitato particolare clamore, per la massiccia vendita di questi strumenti, e delle azioni da essi derivanti, da parte del *management* prima che la crisi della società diventasse di dominio pubblico.

Il profilo contabile riveste particolare importanza, perché incide direttamente sulla corretta formazione del bilancio. Esso riguarda in sostanza la questione se tali operazioni vadano considerate come scambi economici fra la società e i terzi (ad esempio, i dipendenti che, a fronte delle prestazioni lavorative, ricevono azioni della società), da contabilizzare nel conto economico, oppure se esse appartengono alla sfera dei rapporti fra gli azionisti e i terzi, da rilevare di conseguenza come operazioni sul patrimonio aziendale (ad esempio, aumenti di capitale a titolo gratuito destinati ai dipendenti).

Attualmente i principi contabili americani consentono di non contabilizzare tra i costi le diverse forme di *stock based compensation*. La normativa europea, quella italiana e gli *IAS* non disciplinano la materia, ma contemplano unicamente obblighi di trasparenza informativa a carico delle società sui piani di *stock options*. Lo *IASB* ha allo studio un principio che impone l'iscrizione tra i costi del *fair value* delle opzioni assegnate ai dipendenti, per evitare la sistematica sopravvalutazione dei profitti aziendali. Di recente anche società di *rating* sono intervenute sulla materia e hanno deciso, per favorire la corretta valutazione dei risultati economici, di dedurre il costo delle *stock options* dai profitti contabili delle società.

Tenuto conto della estrema varietà delle fattispecie contrattuali utilizzate

dalle imprese (quali, ad esempio, l'assegnazione di nuove azioni provenienti da aumenti di capitale a titolo gratuito, la consegna di azioni acquistate direttamente sul mercato dalle società emittenti, l'emissione immediata di *stock options*, il conferimento del diritto ad ottenere ad una data futura un predefinito quantitativo di *stock options*), sembra alla Commissione opportuno, anche per assicurare al mercato una uniformità di trattamento in ambito internazionale, effettuare ulteriori approfondimenti e seguire con attenzione l'evolvere del dibattito a livello europeo ed internazionale prima di assumere specifiche decisioni, tenendo comunque presente che gli interventi normativi che la materia richiede consistono sia nella appostazione in bilancio delle *stock options* sia nell'informazione al mercato dei piani di *stock options* deliberati a favore degli amministratori e dei dirigenti, con l'indicazione della tipologia, della entità, delle modalità di attuazione e delle motivazioni che ne sono alla base. Alcuni membri della Commissione hanno anche proposto che i piani in questione siano sottoposti all'approvazione dell'assemblea dei soci.

* * *

4.5. – CONSOLIDAMENTO DELLE *SPECIAL PURPOSE ENTITIES* (SPE).

Sono SPE le società non sottoposte a controllo azionario, ma costituite nell'interesse della società *sponsor* per il compimento di specifici affari. Ancora la vicenda ENRON: la società americana aveva realizzato una serie di operazioni di smobilizzo di proprie attività attraverso SPE che non erano state consolidate nel suo bilancio.

La vigente normativa italiana sul bilancio consolidato (d. lgs. 9 aprile 1991, n. 127, art. 26) – coerentemente con le direttive comunitarie – prende in considerazione situazioni di controllo di fatto, oltre al controllo di diritto. Sono richiamati i nn. 1 e 2 dell'art. 2359, comma 1° del codice civile (controllo azionario) e non il n. 3 (controllo contrattuale), al posto del quale è però introdotta la più estesa figura dell'influenza dominante per contratto o per

clausola statutaria.

I principi contabili internazionali che dovranno applicarsi in Europa dal 2005 a tutte le società quotate contemplano specifiche prescrizioni in materia di consolidamento delle SPE.

Si può riflettere sulla opportunità di prevedere obblighi informativi a carico delle società italiane che abbiano proceduto alla costituzione di SPE. Queste informative, da fornire nella nota integrativa al bilancio, possono riguardare in particolare il tipo di attività svolta dalle SPE, i rischi sulle stesse gravanti, il tipo e la misura del coinvolgimento nell'attività e nei rischi delle SPE da parte delle società *sponsor*, l'indicazione di avere proceduto o meno al loro consolidamento. In quest'ultimo caso gli *sponsor* dovrebbero anche illustrare i motivi per i quali essi hanno ritenuto di non procedere al consolidamento delle SPE, nonché indicare se i creditori del veicolo, ad esempio perché agente come mandatario con rappresentanza, abbiano la possibilità di rivalersi sul patrimonio dello stesso *sponsor*.

Bisogna anche considerare che, se le azioni della SPE sono intestate ad un fiduciario, può esserci ugualmente un obbligo di consolidamento, essendosi in presenza di un controllo indiretto, per il tramite di interposta persona. Sicché le vere e proprie SPE sono società terze rispetto alla società *sponsor*, operanti per questa (e solo per questa) quali mandatarie o appaltatrici di servizi.

* * *

4.6. – TERMINI PER LA PUBBLICAZIONE DELLE INFORMAZIONI SOCIETARIE.

Le esigenze di trasparenza informativa, di tutela degli investitori, di disciplina del mercato esigono anche adeguati livelli di tempestività nella diffusione delle informazioni societarie.

Negli Stati Uniti la *SEC* ha ridotto l'attuale *timing* di pubblicazione delle informative annuali e infrannuali, portandolo gradualmente per quelle annuali da 90 a 60 giorni (dalla data di chiusura dell'esercizio), e per quelle infrannuali da

45 a 35 giorni.

In Italia la diffusione delle informative societarie periodiche è scandita attualmente dai seguenti termini:

- a) per il bilancio, l'approvazione e la conseguente pubblicazione devono avvenire di regola entro 120 giorni dalla fine dell'esercizio. Se la diffusione del progetto approvato dal consiglio di amministrazione viene effettuata entro 90 giorni, le società quotate possono evitare di pubblicare la trimestrale riferita alla medesima data del bilancio;
- b) per la semestrale, la pubblicazione deve avvenire entro 120 giorni dalla fine del semestre oppure entro 75 giorni, se si vuole evitare la trimestrale riferita alla medesima data;
- c) per la trimestrale, la diffusione è stabilita entro 45 giorni dalla data di riferimento.

Per favorire la disponibilità da parte del mercato di informazioni più tempestive e aggiornate, si potrebbe, in prospettiva, valutare l'opportunità di abbreviare i termini di pubblicazione attualmente previsti. Ad esempio, fatte salve le opportune forme di gradualità, potrebbero essere ridotti a 75 o a 60 giorni i tempi per la pubblicazione del progetto di bilancio, e della semestrale per le società che intendano fruire del beneficio di non pubblicare le corrispondenti trimestrali. Per l'informativa trimestrale, invece, il termine di diffusione potrebbe essere portato a 35 giorni. Va tuttavia considerata l'opportunità di preservare anche le condizioni di parità di trattamento delle nostre società nei confronti dei *competitors* europei. Si propone perciò che l'azione finalizzata a ridurre i termini per la diffusione delle informative societarie periodiche (secondo lo schema di riferimento sopra prospettato) sia perseguita assicurando anche le più opportune forme di coordinamento con le iniziative in corso in ambito europeo.

* * *

4.7. – TRASPARENZA DEGLI ASSETTI SOCIETARI.

La trasparenza della *corporate governance* è realizzata, o è in corso di realizzazione da parte della Commissione per la riforma del diritto societario, in forza dei seguenti principi:

- A. la pubblicità dei patti parasociali, mediante i quali i soci tendono a stabilizzare gli assetti proprietari ed a regolare il governo della società, è già imposta dal citato Testo Unico della intermediazione finanziaria, pena la loro inefficacia e la sospensione del diritto di voto inerente alle azioni per le quali sia stato violato l'obbligo di pubblicità (artt. 122-124);
- B. la trasparenza dei rapporti di gruppo intercorrenti fra società, predicata dalla citata legge delega per la riforma del diritto societario (art. 10, lett. *a* e *c*), è ora in corso di realizzazione, da parte della Commissione incaricata della attuazione della delega, con la proposta delle regole seguenti:
- la società deve indicare negli atti e nella corrispondenza nonché, a cura degli amministratori, in apposita clausola dell'atto costitutivo, la soggezione all'altrui attività di direzione e coordinamento;
 - gli amministratori che omettono l'indicazione di cui al comma precedente, o la mantengono quando la soggezione è cessata, sono responsabili dei danni che la mancata conoscenza di tali eventi abbia recato ai soci o ai terzi;
 - la società deve esporre, in apposita sezione del bilancio, un prospetto riepilogativo dei dati essenziali dell'ultimo bilancio della società o dell'ente che esercita su di essa l'attività di direzione e coordinamento;
 - parimenti, gli amministratori devono indicare nella relazione sulla gestione i rapporti intercorsi con chi esercita l'attività di direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette, nonché l'effetto che tale attività ha avuto sull'esercizio dell'impresa sociale e sui suoi risultati;
 - le deliberazioni della controllata, ispirate dall'interesse di gruppo, debbono essere adeguatamente motivate;
 - le *holding* sono tenute alla propria iscrizione in una apposita sezione del

registro delle imprese, con l'indicazione delle società controllate; ciò che può facilitare la formazione di un elenco nazionale dei gruppi auspicato da alcuni membri della Commissione.

* * *

5. – LE REGOLE DI GOVERNO DELLA SOCIETÀ.

Il tema della *corporate governance* è, come si è avvertito nel paragrafo introduttivo, per vari aspetti pertinente all'oggetto della presente relazione, giacché anche la previsione di idonei meccanismi di controllo interno e di canoni di correttezza, professionalità e fedeltà degli amministratori valgono ai fini di una veritiera rappresentazione delle condizioni economiche e finanziarie della società.

Le linee di tendenza che vanno emergendo nei lavori di riforma delle società di capitali vanno nel senso della sia pure parziale estensione, a volte a tutte le società per azioni, più spesso solo a quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, di diversi principi che il Testo unico dell'intermediazione finanziaria aveva introdotto per le società con azioni quotate. Così, ad esempio, per ciò che attiene ai patti parasociali e alla loro pubblicità (limitata, quest'ultima, alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) o alle regole di funzionamento dell'assemblea o alla posizione dei sindaci (investiti del solo controllo di legalità quando è presente un revisore esterno incaricato del controllo contabile), anche se non si è ritenuto di estendere l'istituto del sindaco di minoranza ed alcuni dei poteri che il Testo Unico riconosce all'intero collegio o a singoli sindaci. Si è così soddisfatta, fra l'altro, l'esigenza di una normativa il più possibile comune a tutte le società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, riducendo la diversità di trattamento delle società quotate nei mercati regolamentati.

Si sono, sotto altri aspetti, poste nuove norme destinate a valere anche per le società quotate, in una più generale e avanzata concezione della società per

azioni. Di alcune di queste è qui pertinente fare cenno.

* * *

5.1. – GLI AMMINISTRATORI E I SINDACI DELLE SOCIETÀ.

In conformità con quanto richiesto dalla legge delega, agli amministratori è stata attribuita dal progetto di riforma in corso di elaborazione l'esclusiva responsabilità della gestione dell'impresa sociale.

L'indipendenza dell'organo di amministrazione rispetto all'assemblea degli azionisti, anch'essa predicata dalla legge delega, è rafforzata rispetto al diritto ora vigente dalla abrogazione dell'art. 2364, n. 4, cod. civ. e dalla enunciazione del principio secondo il quale gli amministratori sono sempre responsabili, anche verso la società, per i danni conseguenti alle loro operazioni, anche se queste sono state autorizzate dall'assemblea. Si evita a questo modo che, come ora può accadere, nessuno risponda di una data operazione: né l'assemblea, che è per definizione irresponsabile, né gli amministratori che a discarico di responsabilità hanno sottoposto l'operazione all'assemblea.

Altro discorso riguarda l'indipendenza dei singoli componenti dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo.

Riguardo a questi ultimi l'indipendenza va assicurata rispetto agli amministratori della società o del gruppo cui questa appartiene. Nel progetto di riforma, per il caso in cui sia stato dalla società prescelto il sistema dualistico di amministrazione, è richiesta che il consiglio di sorveglianza sia formato di membri indipendenti, intendendosi per tali i consiglieri che non siano il coniuge, i parenti o gli affini entro il quarto grado dei consiglieri di gestione o degli amministratori della società e delle società da queste controllate o che la controllano o sottoposte a comune controllo, e coloro che non sono legati alla società o alle società da questa controllate o che la controllano o sottoposte a comune controllo da un rapporto continuativo di consulenza o di lavoro autonomo o subordinato o da altri rapporti di natura finanziaria o personale che

ne compromettano l'indipendenza.

Degno di nota è che, per assicurare l'indipendenza dei componenti dell'organo di controllo, si sia tenuto a sancire in modo esplicito l'incompatibilità fra la funzione di controllo e l'attività di stabile consulenza con la società o con le società controllanti o controllate o sottoposte a comune controllo.

Ove sia adottato il sistema monistico (unico organo per amministrazione e controllo interno), almeno la metà dei componenti dell'organo di amministrazione deve essere costituita da amministratori indipendenti, e deve essere per la totalità costituito da membri indipendenti il comitato interno di controllo. Resta ferma, in ogni caso, la validità della clausola statutaria che richieda l'indipendenza di tutti gli amministratori, o della clausola statutaria che faccia riferimento a più specifici requisiti di indipendenza fissati dai codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione dei mercati regolamentati.

Più alto grado di indipendenza, da richiedere a singoli componenti dell'organo di amministrazione o di controllo, è l'indipendenza rispetto al capitale della società, secondo la nota formula della dissociazione fra proprietà e controllo della ricchezza, che fu vanto della americana *corporate philosophy*. Sotto questo aspetto si tratta di valutare l'opportunità di sancire l'incompatibilità fra la qualità di amministratore o di consigliere di sorveglianza o di sindaco e la stessa qualità di socio, oppure la qualità di dipendente (o *ex dipendente*) della società. La materia è, secondo la legge delega per la riforma della società di capitali, rimessa ai codici di comportamento, i quali possono prescrivere – secondo quanto emerge da esperienza già in atto – che un dato numero di amministratori siano indipendenti anche in questo più restrittivo senso o che determinate materie siano rimesse alla approvazione degli amministratori indipendenti.

La prescrizione di amministratori indipendenti è fra le tendenze più

diffuse in ambito internazionale. Sulla loro valenza si possono tuttavia formulare riserve. Nella ENRON ben 13 *directors* su 15 erano amministratori indipendenti. Il fatto è che costoro, proprio perché non *insider*, hanno scarse possibilità di approfondire la conoscenza dei meccanismi decisionali della società, affidati al *management*. Si tratta, all'evidenza, di una garanzia opportuna, ma non decisiva, di buon governo societario, quanto meno se non accompagnata da specifici requisiti di professionalità nella gestione imprenditoriale. Ed al riguardo è pertinente rilevare che il più volte citato progetto di riforma delle società di capitali abbandona, per amministratori e componenti degli organi di controllo, il tradizionale criterio della diligenza del comune mandatario ed esige specifici requisiti di perizia, disponendo che gli amministratori e i componenti degli organi di controllo «debbono adempiere i loro doveri con la diligenza e la professionalità richieste dalla natura dell'incarico». In ogni caso va tenuto presente che il concetto di indipendenza può rischiare di restare privo di effettivo contenuto se non vengono precisate le modalità di nomina degli amministratori indipendenti e non vengono determinati i loro poteri.

* * *

5.2. – CONFLITTO DI INTERESSI.

Il conflitto di interessi è probabilmente la fonte principale delle anomalie emerse nei recenti scandali finanziari d'oltre oceano. La presenza, nell'azione degli amministratori, oltre che dei preposti al controllo, di interessi extrasociali diversi rispetto all'interesse della società e dei suoi azionisti, costituisce la ragione principale delle scorrettezze nella gestione, e delle manchevolezze nel controllo, ponendosi conseguentemente come causa di danni agli investitori e di turbamento del mercato.

Nel contesto economico e finanziario italiano, il problema è aggravato dal forte tasso di concentrazione del controllo nelle società quotate, che non costituisce fenomeno di per sé negativo, ma che rende comunque maggiore il

rischio di conflitti di interesse dovuti a rapporti di gruppo, e pertanto richiede norme adeguate per evitare abusi.

Sul punto la Consob è di recente intervenuta per una disciplina di maggiore trasparenza riguardante le operazioni realizzate dalle società quotate con parti che si trovino con esse o con loro esponenti in una particolare relazione che rende inevitabilmente presente un potenziale conflitto di interessi fra gli amministratori o gli altri soggetti che operano per conto della società quotata e la società stessa. Si tratta di quelle che, nel linguaggio dei principi contabili internazionali IAS, ma ormai sempre più in testi normativi, vengono definite come le parti correlate.

La disciplina di recente emanazione da parte della Consob è contenuta nell'art. 71 *bis* e nell'allegato 3B (schema 4) del Regolamento Emittenti, in attuazione dell'art. 114, comma 3°, del Testo unico dell'intermediazione finanziaria, ed è fondata su un obbligo di informazione tempestiva al mercato sui termini essenziali dell'operazione realizzata e sul conflitto in essa presente.

Le norme in questione enucleano nell'ambito delle operazioni con parti correlate quelle di maggior rilievo, individuate come quelle che «per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente». Con riferimento alla nozione di parti correlate si fa riferimento al principio contabile IAS 24, il cui contenuto va peraltro «tradotto» in termini giuridicamente applicabili nel nostro ordinamento. Il principio contabile fa essenzialmente riferimento ai soggetti che si trovino con la società, gli amministratori, i preposti al controllo (sindaci) o i dirigenti di maggior rilievo in rapporto di controllo, di partecipazione in grado di influenzare la gestione dell'impresa (riconducibile al collegamento), di prossimità familiare.

Se la Consob è già intervenuta sulle situazioni per le quali i poteri

regolamentari ad essa attribuiti lo rendevano possibile, interventi nel medesimo senso sono ora in corso di elaborazione riguardo ai doveri di comportamento dei singoli amministratori, con particolare riferimento agli amministratori esecutivi, e del consiglio di amministrazione nel suo complesso, da parte della Commissione per la riforma organica del diritto societario. Infatti, la legge delega (art. 4, comma 8°, lett. g) prevede una nuova disciplina dei doveri di fedeltà degli amministratori con particolare riferimento alle situazioni di conflitto d'interesse. La questione assume rilievo anche per le società quotate, posto che la materia è solo parzialmente trattata dal citato Testo Unico, che dispone, all'art. 150, comma 1°, che «gli amministratori riferiscono tempestivamente, secondo le modalità stabilite dall'atto costitutivo e con periodicità almeno trimestrale, al collegio sindacale (...) in particolare (...) sulle operazioni in potenziale conflitto di interesse».

Le fondamentali linee di tendenza della riforma in atto sulla materia del conflitto d'interessi sono:

- che l'amministratore non può limitarsi a comunicare agli altri amministratori l'esistenza del conflitto, ma deve comunicare loro ogni interesse che abbia in una determinata operazione, chiarendone la natura e fornendo ogni informazione da lui conosciuta; ciò dovrebbe fra l'altro comportare che l'amministratore esecutivo che partecipi a una deliberazione collegiale dia ogni informazione in suo possesso sull'operazione;
- se l'amministratore delegato ha interessi in operazioni rientranti nella propria competenza deve rimettere le relative decisioni al consiglio; in ogni caso il consiglio può sempre avocare a sé l'operazione rientrante nella competenza dell'amministratore delegato;
- nell'ambito delle nuove discipline sugli interessi degli amministratori e sui gruppi è previsto un obbligo specifico di motivazione di ogni decisione che riguardi un'operazione in cui un amministratore abbia un particolare interesse

o che sia influenzata dall'esistenza di una entità che esercita sulla società una funzione di direzione e coordinamento.

Le regole di trasparenza così definite sono sanzionabili in forza dei tradizionali strumenti societari dell'impugnativa delle deliberazioni assembleari e dell'azione di risarcimento, che è stata riconosciuta, nei confronti della controllante e dei suoi amministratori, anche ai creditori e agli azionisti esterni della controllata.

Appare ancora da approfondire la possibilità di prevedere, per le società quotate, ulteriori modalità di trasparenza, come una informativa periodica (ad esempio, in occasione della pubblicazione del bilancio annuale e delle relazioni semestrali) sulle ragioni delle decisioni influenzate da un soggetto in posizione di direzione e coordinamento; nonché ulteriori procedure interne, volte ad accrescere la trasparenza della gestione ed a consentire a ciascun amministratore di esercitare il proprio mandato in modo consapevole e informato. Si può, in continuità con il ricordato principio di cui all'art. 150, comma 1°, del Testo unico, esigere che le società quotate adottino, sulla base di codici di autodisciplina, procedure dirette ad una analitica definizione delle operazioni di maggiore rilievo economico, finanziario e patrimoniale, ed alla previsione di una informazione trimestrale ai singoli amministratori e sindaci circa le predette operazioni, le operazioni atipiche o inusuali e inoltre, quali operazioni in potenziale conflitto di interessi, le operazioni infragruppo e quella con parti correlate.

In fatto di tutela penale è qui pertinente ricordare la nuova figura criminosa ora prevista, quale "infedeltà patrimoniale", dell'art. 2634 del codice civile, a norma del quale

«gli amministratori, i direttori generali e i liquidatori, che, avendo un interesse in conflitto con quello della società, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto o altro vantaggio, compiono o concorrono a deliberare atti di disposizione dei beni sociali, cagionando intenzionalmente alla società un danno patrimoniale, sono puniti con la reclusione da sei mesi a tre anni.

La stessa pena si applica se il fatto è commesso in relazione a beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi, cagionando a questi ultimi un danno patrimoniale.

In ogni caso non è ingiusto il profitto della società collegata o del gruppo, se compensato da vantaggi, conseguiti o fondatamente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo.

Per i delitti previsti dal primo e secondo comma si procede a querela della persona offesa».

Andrebbero sollecitati anche specifici divieti, come il divieto di prestiti agli amministratori da parte della società o della sua controllante o controllata (come ora disposto dalla sect. 402 dello *Sarbanes-Oxley Act*), e ulteriori meccanismi sanzionatori, riferiti esclusivamente al mancato rispetto dell'obbligo di trasparenza e non necessariamente al verificarsi di un danno conseguente all'operazione in conflitto di interessi. Ad esempio, in Gran Bretagna (sect. 317 *Companies Act* del 1985) gli amministratori sono soggetti ad una sanzione pecuniaria per il caso in cui non rivelino l'esistenza e la natura del conflitto d'interesse.

Occorrerebbe sul punto pensare più in generale alla possibilità di rendere operanti nel nostro ordinamento meccanismi sanzionatori, anche non penali, presenti in altri ordinamenti, ad esempio attraverso istituti come il divieto di svolgere la funzione di amministrazione di imprese rivolto a chi abbia (ripetutamente o gravemente) violato norme civilistiche sulle società di capitali, come quelle di trasparenza sui conflitti d'interesse o quelle sui criteri di redazione del bilancio.

Appartiene allo stesso tema anche la riforma, in linea con quanto avviene negli Stati Uniti ed in altri ordinamenti europei, delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal Testo Unico della Finanza, realizzando una maggiore proporzione tra importo della sanzione ed entità dei profitti conseguiti dagli autori di illeciti e un maggiore coinvolgimento delle società fra i destinatari delle sanzioni.

* * *

6. – LE RACCOMANDAZIONI DELLA COMMISSIONE E LE PREFERIBILI FONTI DI INTERVENTO NORMATIVO.

La Commissione esprime l'orientamento di massima che la fonte da privilegiare per gli interventi normativi qui segnalati sia costituita dai regolamenti della Consob, mentre alla fonte legislativa dovrà farsi riferimento quando si tratterà di modificare vigenti norme di legge oppure di regolare materie esulanti dai poteri normativi della Consob.

La preferenza per i regolamenti Consob è motivata dalla maggiore duttilità e dalla maggiore capacità di rapido intervento di questa fonte di normazione, estesamente riconosciuta dal Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. Questa Autorità, per la immediatezza del suo rapporto con il mercato finanziario, è nella condizione migliore per cogliere e tradurre in precetti le esigenze di tutela degli interessi in gioco nel mercato. Nel rispetto poi delle regole fissate dalla Consob e ad integrazione di esse hanno già trovato ampio spazio ulteriori fonti di normazione, come i regolamenti della società di gestione del mercato regolamentato e i codici di autodisciplina delle associazioni societarie.

A conclusione dei propri lavori la Commissione così sintetizza le propri raccomandazioni:

A. (indipendenza delle società di revisione: 2.5.).

- ampliamento dei poteri regolamentari attribuiti alla Consob dagli artt. 155-165 del Testo unico dell'intermediazione finanziaria per consentire ad essa di introdurre le seguenti innovazioni: recepimento del concetto di rete entro la quale si colloca la società di revisione; pubblicità, in allegato al bilancio della società di revisione e nell'offerta al cliente, della composizione della rete; divieto per la società cliente, e per le società che la controllano o ne sono controllate, di conferire alle entità componenti la rete incarichi diversi dalla revisione valutati, per regolamento Consob, come suscettibili di pregiudicare l'indipendenza della società di revisione; pubblicità dei compensi che la

società di revisione e la sua rete hanno percepito dalla società sottoposta a revisione;

- modifica dell'art. 3 del d.p.r. n. 136 del 1975 per estendere il *cooling-off period* alle cariche ed ai rapporti di lavoro nelle società del gruppo cui appartiene la conferente;
- nuova disciplina del conferimento dell'incarico e della sua durata, da formulare per legge, in modificazione delle norme al riguardo vigenti nel Testo unico: gli amministratori propongono all'assemblea una terna di nominativi, unitamente al parere con preferenza motivata del collegio sindacale (o del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo); l'incarico dura sei anni senza possibilità di immediato rinnovo; la Consob fissa i criteri generali per la determinazione dei corrispettivi per la revisione; ad essa vengono attribuite le risorse necessarie per l'assolvimento della funzione di controllo della qualità della revisione.

Si raccomanda, infine, di dare attuazione all'art. 160 del Testo unico con l'emanazione del regolamento del Ministro di giustizia sulle incompatibilità delle società di revisione e del responsabile della revisione.

B. (*analisti finanziari: 3.3.*)

- attendere, o eventualmente anticipare, le linee emergenti dai progetti di direttive UE sul *Market abuse* e sui servizi di investimento;

C. (*insider dealing: 4.1.*)

- attendere che entro il corrente anno sia sottoscritto dalle società quotate l'atteso codice di comportamento; ed anche a questo riguardo esaminare l'opportunità di anticipare le linee emergenti del progetto di direttiva sul *Market abuse*;

D. (*stock options: 4.4.*)

- attendere l'evoluzione del dibattito internazionale, prendendo atto che allo stato sembra imporsi la linea di appostare le *stock options* fra i costi e

comunque fin d'ora raccomandando che con regolamento Consob, da emanarsi in attuazione dell'art. 114 del Testo unico dell'intermediazione finanziaria, sia richiesto alle società emittenti di portare a conoscenza del pubblico i piani di *stock options*;

E. (*special purpose entities: 4.5.*)

- prescrivere con regolamento Consob alle società quotate di informare, nella nota integrativa al bilancio consolidato, sull'attività svolta dalle SPE, sui rischi su di esse gravanti e sul coinvolgimento in essi della società *sponsor*, sulle ragioni del mancato consolidamento.

F. (*tempestività delle informazioni societarie periodiche: 4.6.*)

- accrescere la tempestività di tali informazioni, nel necessario coordinamento con le misure in corso di elaborazione in ambito europeo.

G. (*conflitto di interessi: 5.2.*)

- a integrazione ulteriore della normativa Consob contenuta nel Regolamento Emittenti, introdurre procedure dirette ad accrescere la trasparenza della gestione in relazione alle operazioni di particolare rilievo, a quelle atipiche o inusuali, alle operazioni infragruppo e con parti correlate; tradurre in termini giuridicamente applicabili nell'ordinamento italiano la nozione di «parti correlate» di cui al principio contabile IAS 24;
- prevedere per legge sanzioni a carico degli amministratori di società quotate per il solo fatto della omessa rivelazione di una situazione di conflitto di interessi, a prescindere dal danno alla società.

* * *

La Commissione confida di avere esaurientemente assolto il compito affidatole; resta comunque a disposizione del Ministro per ogni eventuale apporto ulteriore.

Si allegano:

- 1) i verbali delle riunioni della Commissione;

2) i contributi scritti prodotti dai singoli componenti.

Roma, 27 settembre 2002

Il segretario
FAUSTO PANUNZI

Il Presidente
FRANCESCO GALGANO