



www.pwcglobal.com/it

Corporate Governance



CORPORATE GOVERNANCE FORUM 2008

AUTORITÀ INDIPENDENTI

Filippo Cavazzuti
Gustavo Ghidini
Franco A. Grassini
Enrico Letta

Stefano Micossi
Roberto Pinza
Antonio Taverna
Giuseppe Zadra

AUTORITÀ INDIPENDENTI

Presentazione del volume

Il mercato trasparente

a cura di Antonio Taverna

Roma, 11 giugno 2008

È vietata la riproduzione non autorizzata, anche parziale, neppure per uso interno o didattico, con qualsiasi mezzo effettuata.

© 2008 Corporate Governance Forum - Via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano

SOMMARIO

INTERVENTI pag. 5

Enrico Letta

Segretario generale Arel

Antonio Taverna

*Docente di Aggregazioni aziendali e Risk management, Facoltà di Economia,
Università Liuc «C. Cattaneo» di Castellanza*

Enrico Letta

Giuseppe Zadra

Direttore generale Abi

Stefano Micossi

Direttore generale Assonime

Roberto Pinza

Tesoriere Arel

Gustavo Ghidini

*Professore ordinario di Diritto industriale Università di Milano
Docente di Diritto industriale Luiss «G. Carli» di Roma*

Filippo Cavazzuti

Docente di Economia e regolazione dei mercati finanziari, Università di Bologna

Franco A. Grassini

Presidente Marche Capital Spa

Enrico Letta

APPROFONDIMENTO pag. 34

Reputazione e Autorità indipendenti
di **Antonio Taverna**

INTERVENTI

Enrico Letta

Buonasera a tutti. Ci incontriamo oggi in occasione della presentazione di un volume della collana AREL-Il Mulino che raccoglie gli atti degli incontri del Corporate Governance Forum, realizzati dalla PricewaterhouseCoopers in collaborazione con l'AREL. *Il mercato trasparente* racchiude, dunque, tutta l'esperienza di dieci anni di riflessioni e confronti, con alcuni contributi toccanti come l'ultimo intervento che Nino Andreatta fece nel 1999 sul tema delle fondazioni bancarie. Intervento che, a rileggerlo oggi, risulta di una grandissima attualità.

Ad Antonio Taverna – curatore del volume e vero e proprio motore del Forum – cedo subito la parola perché introduca il tema di questa sera, *Le Autorità indipendenti*, che poi è uno di quelli più dibattuti negli incontri degli ultimi anni.

Antonio Taverna

Il Corporate Governance Forum, nel decennio 1997-2007, ha promosso dibattiti e tavole rotonde sui temi giuridici e aziendali che hanno interessato le riforme del mercato finanziario e della normativa d'impresa. *Il Mercato Trasparente* raccoglie alcuni degli interventi riportati negli atti dei vari eventi in una pubblicazione destinata al largo pubblico.

Al di là della testimonianza storica sul percorso delle riforme, il libro intende essere strumento attuale di consultazione per chi cerca riferimenti per la *best practice* della *corporate governance* e per chi deve proporre miglioramenti regolamentari su temi tuttora aperti.

Gli interventi sono presentati nel libro in sezioni tematiche.

La trasparenza fu indicata quale valore per la credibilità del mercato finanziario e delle imprese dall'indagine che il Forum svolse tra l'autunno del 1996 e la primavera del 1997 tra i rappresentanti della comunità degli affari. L'indagine, svolta tramite *discussion paper*, si propose di raccogliere opinioni e suggerimenti sulle riforme dell'ordinamento giuridico societario, neces-

sari per rendere il mercato finanziario italiano più appetibile agli investitori stranieri.

Era l'epoca delle privatizzazioni della borsa e delle partecipazioni statali. La globalizzazione e la progressiva liberalizzazione della concorrenza delle economie aprivano scenari di competizione tra gli ordinamenti giuridici nazionali.

Il mercato mobiliare non è stato l'esclusivo interesse delle iniziative del Forum. Malgrado il carattere «sottile» della borsa italiana, si è ritenuto che fosse opportuno prestare attenzione alla regolamentazione delle società quotate in quanto sarebbe stata il riferimento di *best practice* per tutto il sistema imprese del paese. La trasparenza è elemento di credibilità, nei rapporti con gli *stakeholder*, rilevante nelle relazioni internazionali: con *merchant bank*, con i fondi di *private equity*, con i clienti e i fornitori esteri. Del resto, la direttiva europea sul controllo contabile che dovrà essere recepita prossimamente prevede un importante avvicinamento delle discipline dei due tipi di società, con il controllo contabile effettuato dai revisori e con l'assoggettamento di questi alla vigilanza di un'Autorità pubblica, siano essi organizzati in società di revisione non iscritte all'albo CONSOB o revisori individuali.

Nella selezione degli interventi si è rimarcato l'approccio alla *corporate governance* indicato dal Forum nel 1997, ponendo in rilievo i suoi due elementi costituenti: (a) modelli societari, per regolare i rapporti fra i diversi portatori d'interesse (b) organizzazione dei sistemi di controllo aziendali, per assicurare la fiducia nel rispetto delle strategie e la trasparenza dei comportamenti.

Per inciso, va detto che è lo stesso approccio definito in un *paper* del 1999 dall'OCSE.

Alla presentazione fatta a Milano lo scorso 22 febbraio, il tema del dibattito è stato *Corporate Governance Oggi*. Si è parlato di modelli societari, di controllo interno e relativo affollamento di responsabilità per la vigilanza e di borsa.

Questa sera a Roma il tema in discussione sono le Autorità indipendenti. Come ha detto Enrico Letta, esso è stato già l'argomento di un incontro del Forum organizzato con l'Università di Padova nel 2002.

Prima di passare la parola ai relatori vorrei anch'io fare alcune considerazioni sull'argomento.

Non mi soffermerò sulla *governance* delle Autorità né sui principi seguiti per l'attribuzione dei loro compiti, argomenti che saranno trattati dai nostri relatori; vorrei invece riferirmi

alle difficoltà che alcune norme pongono all'esercizio delle funzioni della CONSOB, l'Autorità di vigilanza del mercato mobiliare.

Il percorso riformatore del mercato mobiliare parte nel 1973 con i decreti che prevedevano la costituzione dell'Autorità di vigilanza e l'introduzione della revisione contabile sul bilancio (certificazione) da parte delle società di revisione. L'impianto regolamentare si rifaceva chiaramente a modelli anglosassoni. L'osservazione che vorrei fare riguarda la revisione contabile.

La normativa italiana introduceva un principio d'avanguardia: *la società di revisione che certifica il bilancio di una società non può prestare servizi di consulenza alla stessa*. L'applicazione del principio si è tradotta nel limite dell'oggetto sociale riservato alla sola attività di revisione contabile, ignorando che la regola andava applicata a società che sono parte di *network* internazionali e che gli emittenti stessi spesso sono gruppi multinazionali.

Con tale vincolo legislativo la CONSOB, che solo recentemente è stata dotata di strutture più robuste, ha dovuto gestire l'osservanza del principio in modo burocratico e forse poco efficace, attraverso richieste d'attestazioni e *disclosure*.

Il trapianto di strutture giuridiche prese da altri ordinamenti è soggetto ad alti rischi d'inefficacia se non si valuta attentamente il contesto in cui esse operano e se esse sono replicate solo parzialmente e per di più in ambienti che non hanno le stesse tradizioni giuridiche o di comportamento. Non è detto che le regole d'altri ordinamenti siano necessariamente migliori delle nostre, ma una volta scelto di adottarle si devono porre delle basi compatibili con il contesto locale.

Ad esempio, restando nell'ambito dei temi del bilancio e della revisione contabile si deve registrare che:

- il gruppo societario è stato lungamente assente dal nostro ordinamento e lo stesso bilancio consolidato di gruppo, oggetto autonomo di revisione contabile, è stato introdotto successivamente alle prime «certificazioni» obbligatorie;

- la gradualità dei giudizi del revisore sul bilancio è stata introdotta con la riforma Draghi del 1998 (mentre nei paesi anglosassoni esisteva già nel 1973);

- la responsabilità del controllo contabile in capo alla sola società di revisione è anch'essa definita nel 1998 con la riforma Draghi e solo con lo stesso provvedimento viene marcata la rilevanza ai sistemi di controllo interno;

- il *network* delle società di revisione arriva nella norma di primo rango con la legge sul risparmio.

Proprio per il *network* l'approccio burocratico resta ancora attuale.

L'operatività internazionale del *network* si riflette in quelle delle strutture nazionali che ad esso fanno riferimento; oltre alla revisione contabile esse forniscono consulenze di vario genere compatibili con la relativa normativa.

Le attività di consulenza che esso svolge attraverso soggetti autonomi dalla società di revisione possono essere vigilate, stante la normativa vigente, solo attraverso vie burocratiche.

Sarebbe più semplice stabilire che un *network* può operare nel paese solo attraverso un'entità giuridica soggetta alla vigilanza della CONSOB. Ciò renderebbe molto più efficace l'*enforcement* del citato principio attraverso la vigilanza *ex ante* dell'Autorità, con un risparmio di tempi notevole.

I rischi d'inefficacia e di burocrazia che accompagnano i «trapianti» di regole esterne nella nostra legislazione si potrebbero palesare anche con le recenti norme della Legge sulla tutela del risparmio per quanto riguarda la materia dei controlli interni.

Tralasciamo gli aspetti dell'affollamento di soggetti con responsabilità in materia. La nuova normativa ha introdotto le relazioni di attestazione sull'affidabilità e l'operatività dei sistemi di controllo interno da parte dell'Amministratore delegato e del responsabile della predisposizione dei documenti contabili, proponendo quanto previsto dal *Sarbanes-Oxley Act* del 2002.

La norma americana è tuttavia più articolata, essa prevede:

- l'*assessment* del CEO e del CFO, corrispondenti delle suddette attestazioni della nostra normativa,

ma anche:

- l'*assessment* indipendente della società di revisione, unica responsabile per tutto il gruppo,

- la costituzione di un nuovo organismo PCAOB, Public Companies Auditing Oversight Board, che vigila sulle società di revisione e stabilisce gli standard di riferimento per i sistemi di controllo interno, oggi sempre più *risk management*. I rilievi delle attività ispettive sono pubblicati sul sito web, a disposizione di tutti. Essi rappresentano, oltre che la pubblicità dei provvedimenti sanzionatori, anche riferimenti per le *best practice* dei controlli.

La nostra normativa, quindi, propone solo in parte l'impianto regolamentare americano; anche se la stampa e l'opinione pub-

blica possono essere indotte a pensare che essa replica quella d'oltreoceano. L'efficacia dell'*enforcement* è ben diversa, mancando le opportune vigilanze sistematiche *ex ante* su chi deve attestare «indipendentemente» l'affidabilità dei controlli a livello di gruppo e modelli di riferimento. A meno che s'intendano sufficienti lo studio, la valutazione e il monitoraggio del sistema di controllo interno previsti dai piani di lavoro per la revisione contabile del bilancio.

È da rilevare che l'osservazione è meno pregnante per le banche, per le quali la Vigilanza di Banca d'Italia esercita indirettamente la supervisione anche sugli organi di controllo attraverso le ispezioni periodiche; ciò, però, vale essenzialmente per la capogruppo e le controllate italiane.

In conclusione, il processo di convergenza delle regole, promosso dalle organizzazioni sopranazionali, richiede l'attenzione del legislatore nazionale per adottare una regolamentazione che sia efficiente nel contesto della propria economia e tenga conto dei costi delle riforme per le imprese. Ciò appare fondamentale nel momento che si è aperta la concorrenza anche tra gli ordinamenti giuridici e le imprese finiranno per localizzarsi in quei paesi che garantiscono meno costi burocratici.

La sfida è bilanciare le esigenze della trasparenza con i relativi costi.

Enrico Letta

In AREL recentemente sono stati attivati due gruppi di ricerca. Uno, coordinato da Andrea Zoppini e Giulio Napolitano, che porterà a una riflessione definitiva il tema della riforma delle *authorities*; l'altro, coordinato da Alberto Biancardi, che attiene al settore della regolazione dei settori tariffati, i cui risultati saranno consegnati a un *panel* come questo.

Mi preme in primo luogo sottolineare come, con l'inizio di questa nuova legislatura, sia tornato in agenda il riordino delle Autorità indipendenti. Siamo alla quarta prova, al quarto passaggio di questo genere. Già al termine della legislatura 1996-2001 c'era stato, infatti, un primo tentativo di affrontare la materia. Nella successiva, tra il 2001 e il 2006, si è avviato un percorso abbastanza serio di discussione; tra il 2006 e il 2008 si è poi giunti alla presentazione di un testo del Governo e adesso si riparte per cercare di affrontare il riordino. Fino a oggi queste operazioni sono rimaste abbozzate, in alcuni casi attraverso

miniriforme significative, in altri con interventi più di contorno. Nella relazione di pochi giorni fa del Governatore Mario Draghi, ad esempio, in alcuni passaggi ho individuato tasselli di questa riforma ancora evidentemente incompiuta: il riferimento all'Ufficio Cambi oppure quello ai poteri aggiuntivi attribuiti alla Banca d'Italia. Questioni, cioè, che indicano un percorso di modifica ma che da sole non lo portano a termine.

Oggi sembrano sussistere, invece, le condizioni perché questa legislatura conduca a qualcosa di più definitivo rispetto ai piccoli interventi di facciata del passato. Sia perché l'impressione è che si tratti di una legislatura stabile e lunga il necessario per realizzare la riforma. Sia perché il quadro politico è di gran lunga semplificato, specie per quanto riguarda le presenze parlamentari. Non stupisce, in tal senso, che l'iter del disegno di legge presentato dal Governo nella scorsa legislatura sia stato sostanzialmente bloccato in Commissione, in particolare da alcuni rappresentanti di forze politiche della sinistra radicale.

Recentemente, invece, da contatti avuti con rappresentanti dell'attuale Governo ho tratto l'idea che ci sia la disponibilità ad affrontare in Parlamento questo tema, ripartendo dagli elementi essenziali del testo presentato nel 2007. Elementi, a mio avviso, necessari per arrivare a una riforma utile e condivisa, che rafforzi contestualmente l'indipendenza delle Autorità e la tutela del consumatore.

C'è poi l'altro grande tema di cui abbiamo discusso varie volte, quello di una maggiore omogeneità. Troppi fattori, infatti, fanno delle attuali Autorità indipendenti sistemi staccati l'uno dall'altro perché ognuno figlio di un tempo diverso. Esiste, quindi, la necessità di conseguire un più elevato livello di omogeneizzazione. Il discorso vale, ad esempio, per il criterio di legittimazione dei componenti e quindi della forza che gli stessi hanno, oppure per gli strumenti che conferiscono efficacia alla difesa del consumatore.

A tal riguardo, è interessante notare come, se si analizzano le Autorità in una prospettiva storica, si individua una relazione diretta con la sempre maggiore presenza in Italia, in linea con le direttive comunitarie, del criterio della tutela del consumatore. All'inizio, con le prime Autorità, questo criterio era meno presente. Poi, gradualmente, ha acquisito rilievo fino ad arrivare all'Autorità per l'Energia e il Gas, la più *giovane*, che invece addirittura lo prevede nella sua stessa legge istitutiva.

Su alcuni di questi elementi l'obiettivo dell'omogeneità ha certamente la sua importanza. Nel nuovo disegno di legge, quin-

di, è auspicabile che ci siano criteri di nomina parlamentare più omogenei, a garanzia di trasparenza e indipendenza, prevedendo un quorum di maggioranza il più possibile allargato. Altrettanto auspicabili sono la nascita di una Commissione *ad hoc* in Parlamento per il rapporto con le Autorità (soprattutto per il riordino delle competenze) oppure la creazione dell'Autorità per i servizi a rete. O ancora: il tema dell'allocazione di alcuni mercati oggi privi di regolazione, come quello idrico con la sua assegnazione all'Autorità per l'Energia e il Gas; l'assegnazione del mercato postale all'Autorità per le Comunicazioni; il riordino di tutte le Autorità sia per ottimizzare le risorse finanziarie sia per strutturare il sistema sui tre pilastri della stabilità, della trasparenza e della concorrenza.

Sarebbe, inoltre, assai utile per il nostro paese introdurre un sistema del genere, a patto naturalmente che a valle di tutto ci sia la volontà di rafforzare l'indipendenza delle Autorità. In un clima come quello che spesso si respira in Italia, la questione dell'indipendenza di Autorità terze rispetto al Governo (e rispetto ai soggetti industriali comunque controllati dal Governo) e la necessità di una regolazione che sia trasparente sono assolutamente cruciali. Senza dimenticare poi che, anche a livello europeo, si sta procedendo in questa direzione con la creazione di organismi comunitari che possono rappresentare un vincolo positivo per gli Stati membri.

In definitiva – e concludo – il mio auspicio è che, a partire da queste priorità, si possano continuare a fare importanti passi avanti. Progressi come quelli che abbiamo già fatto, se solo ricordiamo l'incontro del Forum del 2002 tenutosi presso l'Università di Padova, quando cominciammo a riflettere sul tema. C'era allora, prima che gli scandali finanziari stravolgersero completamente il quadro, una percezione del rapporto tra consumatore e mercato radicalmente diversa rispetto a quella che ho riscontrato qui con voi oggi.

Passo ora la parola a Giuseppe Zadra e a Stefano Micossi affinché ci comunichino il loro punto di vista sui dieci anni del Corporate Governance Forum.

Giuseppe Zadra

Nel corso della presentazione di oggi è stato più volte ricordato che quest'anno ricorre il decennale del Testo Unico della Finanza; vorrei ricordare anche che questo decennale si aggiunge

al (quasi) ventennale della prima riforma organica del mercato finanziario, attuata con la legge n. 1 del 1991.

Poco meno di venti anni fa la struttura e la regolamentazione del mercato mobiliare erano dettate da una legge del 1913; la disciplina delle banche – in prevalenza enti di diritto pubblico – risaliva alla legge bancaria del 1936; i fondi comuni erano, per così dire, ancora «in fasce», datando la loro legge istitutiva al 1983; del tutto sconosciuti erano i fondi pensione, così come principi giuridici a noi ormai familiari, quali la tutela delle minoranze: tutti ricorderanno, infatti, che gli azionisti di minoranza erano chiamati «parco buoi». A fronte di questo quadro normativo tendenzialmente obsoleto, operavano circa quattro milioni di imprese, di cui più di settecentomila in forma di società per azioni; di queste, circa duecento erano quotate in Borsa. La capitalizzazione di Borsa era all'incirca pari a un quarto del PIL.

Poi, la grande stagione delle riforme: nel 1983, come ho appena detto, la legge istitutiva dei fondi comuni di investimento mobiliare, nel 1986 l'istituzione della Monte Titoli, nel 1991 la riforma degli intermediari e dei mercati mobiliari, la creazione del Mercato sui Titoli di Stato, del MID, della Cassa di Compensazione e garanzia, in buona sostanza, di tutta l'infrastruttura di Borsa; nel 1992 la legge Amato, il Testo Unico bancario del 1993 e poi, via via, le leggi sull'*insider trading* (1991) e sull'OPA (1992). Questo ampio ciclo di riforme è culminato nel recepimento della ISD (1996), nell'emanazione del TUF (1998), nell'ingresso nell'euro (1999).

Successivamente, cito solo le direttive *market abuse*, OPA, *transparency*, da ultimo, la legge sul risparmio (2005-2006) e, in questi giorni, la messa a punto dell'attuazione di Basilea II e il recepimento della MIFID. Nel frattempo a Bruxelles si stilava il *Financial Services Action Plan* (1999), costituito da quaranta provvedimenti, tra direttive e regolamenti, di cui gran parte già recepita in Italia.

Mi sembra quindi possibile concludere che negli ultimi venti anni l'Italia si è data una struttura regolamentare allineata alle migliori esperienze internazionali, un «edificio delle regole» completo, moderno, di impianto europeo. In questo momento stiamo apportando gli ultimi ritocchi, così come sta avvenendo negli altri paesi.

Da venti anni a questa parte abbiamo lavorato per trasformare la Borsa in un gioiello tecnologico, in grado di praticare, nel panorama europeo, i più bassi costi di transazione, ivi compresa

la fase della liquidazione; abbiamo lavorato sino ad arrivare a gestire una fase di *trading* completamente elettronica, che esprime prezzi perfetti, a offrire un servizio di *clearing* in tempo reale.

Ma che cosa effettivamente è cambiato nei fatti? La struttura reale della nostra economia è diversa da quella di venti anni fa?

Il numero delle società quotate è pressoché identico, gli unici aumenti della capitalizzazione di borsa che ci sono stati sono dovuti alla privatizzazione dell'ENEL, dell'ENI, della TELECOM. Le imprese sono sempre quattro milioni, le SPA destinabili alla quotazione sono novecentomila, le società quotate sono sempre le solite duecento.

A mio avviso la struttura economica dell'Italia è sempre quella di venti anni fa. L'unico evento nuovo di grande rilievo è stata la privatizzazione delle banche che si sono quotate e, poi, si sono concentrate raggiungendo dimensioni europee. Abbiamo avuto un certo successo con i fondi comuni che tuttavia negli ultimi anni – direi dal 2000 – hanno perso il loro *appeal* nei confronti degli investitori. Insomma, l'economia sostanziale non è cambiata.

Questo mi sembra il nocciolo della questione: io credo che in Italia sia stato compiuto un gran lavoro per innovare la regolamentazione e la struttura dal lato offerta dei servizi, ma tutto ciò non ha trovato risponidenza nella realtà dell'economia del paese.

Ecco dunque la domanda provocatoria: dettare regole moderne e di respiro internazionale, rendere efficiente il sistema della finanza – intermediari, mercati, prodotti – è condizione necessaria e sufficiente per far sviluppare il mondo vero delle imprese? Temo di no e mi sono convinto che addirittura siamo in presenza di un'inversione logica: la finanza, in termini contabili, è il passivo delle imprese, ma le imprese non si sviluppano per merito del loro passivo, è l'attivo del bilancio che mostra cosa fa un'impresa e perché quell'attivo cresca in un certo modo ha bisogno di una finanza fatta in un certo modo. Le *merchant bank* inglesi sono cresciute nei secoli XVIII e XIX per finanziare i traffici delle grandi compagnie commerciali che operavano nell'Impero britannico. Le grandi *investment banks* – tuttora i monopolisti della finanza avanzata – sono il frutto, non la causa, delle multinazionali americane. Noi per che cosa avremmo dovuto sviluppare una finanza avanzata, forse per finanziare l'IRI, l'ENI, la STET, che erano finanziate dal proprio Governo?

Credo di aver fatto, in passato, un errore di valutazione pensando che un processo *top down* razionale, con le migliori professionalità accademiche e del mercato che lavoravano sul

miglioramento delle strutture legislative, regolamentari, operative del nostro sistema finanziario, avrebbe potuto innescare una crescita nel mondo delle imprese. Questa crescita, invece, non c'è stata; l'esempio della Borsa – portata alla sua perfezione tecnologica e poi venduta – è una sorta di paradigma di quello che è successo.

Tuttavia non desisto, e cerco ancora, dove posso, di comprendere le ragioni di questa situazione e quali ne siano i possibili rimedi. A quest'ultimo riguardo, c'è un segmento di servizi finanziari ancora degno di essere potenzialmente sviluppato e che può produrre di più e meglio: mi riferisco a tutto il settore della gestione del risparmio, che continua ad essere un anello debole del nostro sistema e che invece potrebbe produrre effetti molto positivi sulla finanza e sull'economia reale. Siamo stati costretti dalla demografia, attesa la situazione del sistema pensionistico pubblico, alla riforma dei fondi pensione: il primo decreto risale al 1992 e ha cominciato a produrre effetti solo da quest'anno; tra l'altro abbiamo promosso le forme pensionistiche complementari con un livello di incentivazione minimo, mi riferisco innanzitutto ai benefici fiscali, sui quali si poteva fare molto di più. Nel settore dei fondi vedo un grosso potenziale di crescita del nostro sistema finanziario (e parallelamente della nostra economia): l'esperienza dimostra immancabilmente che lo sviluppo dei mercati finanziari è legato alla presenza di grandi investitori istituzionali. Se il risparmio, crescendo, diventa esigente in termini di trasparenza, di rendimento, produce allocazioni di capitali migliori; in sintesi, quello dei fondi è forse l'unico settore su cui dovremmo puntare per tentare di indurre il mercato a crescere.

Queste le considerazioni, velate di tristezza, che mi ha procurato la lettura del libro. Noi abbiamo fatto un enorme sforzo culturale, abbiamo costruito una macchina adeguata a qualunque altro paese con cui ci misuriamo, ma dal punto di vista reale non siamo riusciti a far sí che tutto ciò corrispondesse a una reale evoluzione del paese.

Stefano Micossi

Approfitto di questo incontro oggi all'AREL per fare qualche considerazione che mi viene anche dalla delusione per non aver potuto affrontare alcuni di questi temi nell'ultima legislatura e anche per la percezione che ostacoli culturali prima che politici impediscono, legislatura dopo legislatura, di sciogliere certi

nodi. Ho in mente, in particolare, il nodo della relazione Stato-mercato, il nodo del ruolo della regolazione al posto dell'intervento diretto dello Stato nell'economia, che è il modo preferito dalla nostra politica di destra e di sinistra. Questa preferenza così radicata è la vera ragione per cui non riusciamo ad andare avanti in una prospettiva culturale diversa. Il cuore del problema del nostro paese continua ad essere il fatto che sono una minoranza quelli disposti a giocare a viso aperto la partita del mercato, quelli disposti ad accettare che il mercato possa dare degli esiti in termini di controllo degli *asset* di un paese che non ci piacciono, quelli disposti ad accettarli. Il punto centrale è che noi non siamo disposti ad accettare i movimenti liberi di capitale in settori vasti di attività, così che sostanzialmente rimaniamo un paese dove i capitali non si muovono liberamente. A livello locale si fa con le «camarille»; a livello nazionale si fa gridando scompostamente per spaventarli quando stanno per arrivare gli americani a comprarsi la TELECOM. Questo è stato fatto per fermare l'ATT, oppure per fermare ABERTIS e nella triste vicenda della cosiddetta «compagnia di bandiera» – dove la bandiera consiste nell'aver piantato la bandiera dell'occupazione partitica fino alla morte della compagnia, la protezione della compagnia automobilistica finché questa è quasi morta. Con la protezione dell'intero sistema finanziario che è straordinariamente poco concorrenziale, costoso al confronto europeo, offre servizi scadenti ha le *fees* più alte d'Europa. Un mercato sostanzialmente collusivo – bancario, assicurativo – nel quale c'è una concorrenza al margine, ma nel quale le azioni di fondo restano non concorrenziali. Un sistema di gestione del risparmio che è così costoso e inefficiente che adesso si sta sgretolando (i fondi) davanti a un minimo di concorrenza fatta dai loro stessi creatori, le banche. La caratteristica generale è che queste rendite enormi che ancora albergano in larghe parti del sistema sono oggetto di scambio politico, sono rendite che si negoziano; molta dell'attività di Governo non è attività di regolazione di mercato, ma è attività di spartizione o distribuzione o riequilibrio delle rendite a favore dei grandi giocatori che restano produttori, sindacati, banche. I consumatori si sono affacciati ma tardi.

La *governance* in questo sistema ha una doppia dimensione: c'è una dimensione secondaria che sostanzialmente è stata fatta e che è l'applicazione di regole trasparenti e di gestione all'anglosassone, c'è la dimensione primaria che è il controllo degli *asset* sul quale la strada da percorrere è ancora tanta e gli episodi recenti di TELECOM, ABERTIS, ALITALIA dimostrano che non si

può permettere che il controllo di certi *asset* non sia governato da accordi con grandi *stakeholder* del nostro sistema relazionale.

Questo è il cuore del funzionamento del sistema capitalistico italiano che si manifesta poi nella credenza radicata che ha trovato il suo più autorevole alimento intellettuale negli studi di Ciocca e di Barca secondo cui la *performance* economica dipende dalla *governance* delle imprese e dalla qualità degli imprenditori. È chiara l'evidenza per cui se si lascia funzionare il mercato, gli accordi non competitivi, le *joint directorship*, i patti di sindacato che sono sistemi inefficienti e costosi che si reggono solo se ci sono margini di rendita, quando si apre il mercato sottostante dei servizi, questi si sciolgono. L'esempio più significativo è la Svezia, che nei primi anni Novanta apre ai capitali stranieri, pur mantenendo il suo sistema delle azioni a voto multiplo, e vende il 60% della sua industria al capitale internazionale, diventando così di nuovo un paese dinamico e capace di crescere.

L'idea che con la *governance* si governa l'economia viene da quella visione relazionale del controllo degli *asset* industriali, che ancora pervicacemente resiste: anche nella precedente legislatura c'è stato un disegno di legge presentato non dalla sinistra estrema, ma dalla componente moderata della maggioranza, che proponeva seriamente di cambiare i diritti di proprietà con una modifica forzosa dei diritti di voto nei gruppi e nelle catene societarie.

Qui si arriva al problema delle Autorità indipendenti. In Italia non si capisce se il capo di un'Autorità di mercato è un mediatore fra gli interessi o un amministratore imparziale delle regole. Non è chiaro. Non c'è dubbio che quando alcuni reggitori delle Autorità indipendenti hanno spinto troppo sull'acceleratore dell'applicazione imparziale delle regole, il sistema ha reagito violentemente. Non c'è dubbio che abbiamo avuto a lungo responsabili delle Autorità indipendenti che erano mediatori fra gli interessi garanti politici; c'è un'Autorità che è addirittura geneticamente costruita come un organo di garanzia politica. C'è una presenza costante della politica nelle Autorità indipendenti che rivela l'ambiguità di fondo della politica, che non è mai pronta a scegliere un sistema di regolazione e ad accettare gli esiti che vengono se si applicano le regole di mercato, rispetto invece alla mediazione degli interessi esistenti e consolidati.

Insomma, questo è il sistema che abbiamo, queste profonde variabili culturali le ho trovate anche nell'ultima legislatura, e le vedo di nuovo all'inizio di questa, noi dobbiamo fare i conti con

tutto questo. Ora abbiamo il disegno di legge sulle Autorità indipendenti, culturalmente eccellente, nato anche dai dibattiti qui in AREL. Ci sono dei punti critici da rivedere, ad esempio è rimasta irrisolta la questione degli assetti e delle competenze, non è stata fatta la semplificazione del sistema di vigilanza sulla finanza, ma la filosofia è chiara: si tratta di una filosofia di vigilanza funzionale. Manca l'Autorità dei trasporti. Tra i punti chiave da risolvere c'è l'indipendenza dei membri: la verità è che al di là di tutti i sistemi di nomina che possiamo disegnare (io penso che quello che c'era nel disegno di legge era buono) nel corso degli anni le Autorità si sono riempite di personaggi designati dalla politica, quindi con un'appartenenza politica. Insomma, la questione delle procedure di nomina, l'indipendenza, è il cuore del problema, ma la nostra politica non riesce ancora ad accettare che le procedure siano obiettive, basate sui curriculum e ad evidenza pubblica.

C'è poi un'altra questione assai importante, la politica dell'*accountability* di un'Autorità veramente indipendente. I nostri giuristi amministrativi non riescono a capire bene il modello anglosassone secondo cui ci deve essere l'indipendenza dal potere esecutivo, il cui *pendant* è *accountability* verso il Parlamento democraticamente eletto. Invece i giuristi amministrativi pensano che l'indipendenza sia essenzialmente garantita dalla legge, non dallo scrutinio parlamentare, e lo scrutinio parlamentare si è ridotto a una burla.

Costruire un sistema genuinamente indipendente – di cui oggi peraltro non si sente il bisogno perché la componente di mediazione tra gli interessi nelle decisioni politiche sull'economia contraddice la filosofia stessa del modello anglosassone – significa pensare a una genuina *accountability* politica verso il Parlamento. Ma se vogliamo veramente muovere verso un sistema di Autorità indipendenti dal potere esecutivo, allora occorre ritornare al concetto della Commissione bicamerale per la concorrenza che svolga questo mestiere, senza intervenire sui singoli casi, ma davvero esercitando uno scrutinio continuo e penetrante sulla efficacia dell'Autorità nel realizzare gli indirizzi stabiliti dalla legge. Infatti l'*accountability* deve essere rispetto agli obiettivi che le leggi istitutive assegnano alle Autorità. Questo è il modello anglosassone.

Infine, c'è un punto che mi preme. Con l'aumento dei procedimenti individuali e quindi del carattere semigiurisdizionale dell'attività dell'Autorità, esiste un grande problema per il quale il nostro sistema non ha tradizione, che è l'esigenza di separare il

collegio che decide dalla struttura che istruisce. Questo problema non ha una soluzione semplice. Noi sappiamo che l'Antitrust, la CONSOB, la Banca d'Italia hanno percorso della strada in questa direzione, ma ancora non abbiamo una soluzione soddisfacente. Certamente, la questione non è semplice. Una separazione strutturale si può fare solo in due modi: uno è creare nel Segretario generale una figura autonoma di capo dello staff che istruisce le istruttorie: allora la commissione diventa organo giudicante e può staccarsi dalla struttura. Il secondo modo è affidare lo scrutinio indipendente delle decisioni *ex post* alla magistratura ordinaria, come fanno gli americani.

In pratica, il sistema non funziona poi così male, perché dopo una fase molto contrastata, nell'ultima legislatura il Governo ha sostanzialmente rispettato l'indipendenza delle Autorità di regolazione e concorrenza e quindi il sistema ha ripreso a funzionare, si è raddrizzato ritrovando nel suo DNA la forza per agire in modo più autonomo dalla politica. Però, vi sono segnali sui quali riflettere di una deriva consumieristica nell'azione dell'Autorità di concorrenza. La concorrenza protegge i consumatori, secondo me non spetta direttamente all'Autorità proteggere i consumatori. Se la tendenza a inseguire questa nuova forza politica pubblica – i consumatori – influenzasse in maniera crescente gli atti dei regolatori e delle Autorità, ciò potrebbe indebolire le Autorità indipendenti, snaturandone la funzione e avvicinandola a una dimensione para-politica.

Roberto Pinza

Dalle relazioni di Zadra e Micossi e dalla breve discussione che ne è seguita emerge una tendenza, comprensibile ma pericolosa, che è assolutamente tipica della storia del nostro paese, e cioè l'abitudine di passare da affermazioni perentorie e quasi ideologiche che predominano per un certo periodo di tempo a una rapida negazione delle stesse.

In questo settore per lunghi anni si è attribuita al sistema di *corporate governance* una funzione quasi salvifica immaginando che con la creazione e adozione di buone regole si potesse dare uno sviluppo decisivo all'economia.

In questi ultimi tempi invece (il libro di Guido Rossi ne è un esempio) si sostiene la tesi praticamente opposta e cioè che le lunghe discussioni ed elaborazioni in tema di *corporate governance* sono sostanzialmente tempo perso.

Probabilmente la cosa più utile è tentare di dare una risposta alla domanda criticamente posta da Zadra e cioè: una buona *governance* è una condizione necessaria e sufficiente dello sviluppo? In realtà la domanda sembra esprimere un giudizio di chi la pone, nel senso di ritenere che essa sia condizione necessaria ma non di per sé sufficiente.

Se questo è il convincimento sotteso alla domanda devo dire che sono d'accordo, ma penso che si debba andare oltre nel senso che una buona *governance* non è né necessaria né sufficiente, ma è semplicemente «utile»: avere buone regole di *governance* dà al sistema una qualità in più rispetto al fatto di avere pessime regole o non averne affatto o averle troppo inutilmente restrittive o troppo lassiste.

Questo è il dato di fatto, semplice e non ideologico: nessuno che abbia minime conoscenze di diritto ha mai ipotizzato che la regolamentazione giuridica fosse di per sé creativa di un risultato economico, ma nessuno si è mai sottratto al tentativo di dare un assetto normativo migliore.

Il tema della *corporate governance* non va né esaltato perché risolutivo né abbandonato perché inutile; va invece coltivato con attenzione e con umiltà sapendo che una buona *governance* giova al sistema economico, agli azionisti e agli *stakeholders*. Questa è la ragione per la quale va apprezzato il grande sforzo che è stato fatto in questi ultimi tempi per modernizzare il sistema normativo e questa «impresa» va continuata.

Non sono poi d'accordo con un'argomentazione che è stata svolta e che si traduce in sostanza nell'affermazione che le evoluzioni rimarchevoli del sistema finanziario non hanno inciso sulla struttura delle imprese italiane. La realtà non è proprio questa soprattutto se si fa riferimento agli ultimissimi anni.

In modo particolare si è modificato l'atteggiamento della media impresa nei confronti della finanza in quanto le strutture societarie si stanno aprendo ogni giorno di più alla partecipazione di fondi di *private equity*.

E se si realizzasse rapidamente, come auspicato, un mercato di titoli riservato a tali imprese, come MAC o AIMC, avremmo un ulteriore sviluppo di tale parziale finanziarizzazione dell'impresa in quanto si supererebbe il problema principale dei fondi di investimento che è costituito dalla necessità di trovare uno sbocco a medio termine al proprio investimento.

Suggerisco sempre a tutti, ed è ciò che personalmente pratico, di parlare con gli imprenditori non nei convegni ufficiali in cui essi stessi parlano in politichese, ma all'interno delle loro aziende.

Se si fa così si constata che imprenditori che si pongono il problema di una successione familiare che non hanno o imprenditori di una seconda generazione con una cultura diversa hanno molta più disponibilità a inserire partecipazioni finanziarie nelle loro imprese e quindi ad adottare quelle regole di trasparenza che ne costituiscono i presupposti.

Certo, questo impone un'offerta molto più attenta da parte dei Fondi e nello stesso tempo la creazione di un mercato delle partecipazioni delle piccole imprese, ma il dato di fatto (positivo) è che oggi sembra per la prima volta rendersi più elastico quel rapporto univoco impresa familiare/credito bancario che è stata la caratteristica dominante del sistema italiano: per tanti decenni positiva, oggi invece un poco meno.

Segnalo ancora che vi è un tema che sembra entrato nell'oblio nonostante abbia riempito pagine di studi e infiniti convegni e cioè il rapporto fra autoregolamentazione e regolamentazione normativa esterna.

Per più anni si è pensato che la storia si sarebbe evoluta nel senso di un aumento progressivo dell'autoregolamentazione e di una riduzione dell'area dell'intervento della normativa esterna e anche io sono stato sempre fermamente convinto di tali tesi. Ora però non manca chi, di fronte a fatti endemici come le crisi legate ai *bonds*, ai *subprime* e ai derivati, constata (o ritiene di constatare) che tale forma di autoregolamentazione è inefficace e occorre pertanto ritornare alla durezza della normativa esterna e, soprattutto, di quella penale: una sorta di rimedio estremo a mali estremi.

Una tesi, quest'ultima, che già in passato ha dimostrato la sua inefficacia pratica e che non va accolta ma, per contrastarla, occorre rendersi ben conto che le possibilità di autoregolamentazione si fondano su un livello etico elevato.

Se questo non c'è, le possibilità di autoregolamentarsi diventano modeste e i meccanismi delle sanzioni private, tipici della autoregolamentazione e inevitabilmente tenui, si rilevano improduttivi.

Questo è il vero tema centrale, scomodo e come tale ignorato dai più: nel nostro paese, ma non solo in questo, sembrano essersi notevolmente abbassati i minimi etici ovunque ma soprattutto nel campo della finanza, con effetti devastanti per le famiglie e spesso anche per le imprese, e con la creazione di una nuova forma di conflitto sociale ancora non evidente ma che emergerà con sempre maggiore forza.

Questo è un tema sicuramente per «moralisti»; non sarebbe male se da parte loro ci fosse un ritorno di attenzione verso

l'«etica degli affari» che fu all'origine della creazione dello spirito borghese.

Ma è un tema che riguarda da vicino anche gli economisti e gli uomini di *policy* perché concerne nel medio periodo il funzionamento stesso del mercato e l'efficienza del sistema economico.

Gustavo Ghidini

Una preoccupazione che nutro in relazione ai futuri assetti è che non si confondano le funzioni aggiudicatorie, di garanzia, con quelle di regolazione. Vedo questo pericolo in relazione alle nuove «procedure per impegni», che potrebbero scivolare verso forme sostanzialmente regolatorie «non dichiarate», che potrebbero poi anche interferire con l'attività di altre Autorità.

Un altro dubbio riguarda la struttura funzionale dell'Autorità delle Comunicazioni. Qui convivono la funzione di *regolazione* nel mercato delle telecomunicazioni (al fine di creare un mercato competitivo) e quella di *garanzia* nell'ambito televisivo (ove un mercato concorrenziale c'è già). Anche questa «duplicità» andrebbe messa in discussione, perché sovrapposizioni e confusioni di ruoli e funzioni possono portare a intrasparenze e a «invasioni di campo» non dichiarate.

Filippo Cavazzuti

In premessa vorrei tentare di ridurre la disaffezione mostrata da Giuseppe Zadra per il tema delle regole e della legislazione dettate per i mercati finanziari al cui sviluppo sta contribuendo da tanti anni. Io stesso ho provato a verificare se esistesse una relazione statisticamente significativa tra la legislazione che è stata via via introdotta a partire dall'inizio degli anni Cinquanta e il numero delle società quotate in Italia. Il risultato è stato del tutto sconcertante: nessuna relazione è risultata statisticamente significativa tra la variabile dipendente (il numero delle società quotate) e gli indicatori assunti per rappresentare il divenire della legislazione. Pare di dover dare ragione a Joan Robinson quando, negli anni Cinquanta, affermò che «se l'industria va, la finanza segue». Oppure, per rispondere alla domanda degli studiosi contemporanei di oltre oceano di *law and economics* (*do norms matter?*) sembra di poter affermare che: *no norms do not matter*. Forse, nel caso dell'Italia, si stanno mostrando di difficile

amalgama le norme di *civil law* (tipiche dei paesi europei) con quelle dettate per i mercati finanziari, spesso trascritte dalle regolamentazioni dei paesi anglosassoni di *common law* (come nel caso dei regolatori dei mercati). Ma il dibattito sulla vantata supremazia dei paesi a *common law* rispetto a quelli a *civil law* è ancora del tutto da dimostrare.

Ma anche il dibattito sulle relazioni tra le funzioni dei mercati finanziari e la crescita reale delle economie (sia di *common law* che di *civil law*) è tuttora aperto, anche per l'assenza di univoche determinazioni con solide basi empiriche. Si aggiunga invece che nel nostro paese il mondo delle PMI si sta aprendo alla finanza con tutta la gradualità necessaria, soprattutto in occasione del cambio generazionale e della ristrutturazione del passivo delle imprese stesse.

Passo ora al tema delle Autorità indipendenti (AI) trattato anche nel volume in esame.

È opinione diffusa e condivisa da molti che un ruolo importante per promuovere lo sviluppo economico di un paese è un compito affidato anche alle AI, per le funzioni che potenzialmente svolgono al fine di garantire la concorrenza, la trasparenza, la correttezza degli scambi e la stabilità finanziaria. Così, è ben noto tra l'altro il timore che le AI siano «catturate» dai soggetti vigilati; condizione questa che impedirebbe il corretto svolgimento dei compiti loro affidati dalla legislazione e dai regolamenti.

Meno discusso è il timore che le AI siano «catturate» anche da organi di elevato rango pubblico che, invece, dovrebbero garantire la loro indipendenza. È un tema vecchio che spesso nel corso delle discussioni rimane sotto traccia, ma che potrebbe essere di nuovo affrontato e avviato a soluzione se nel corso della presente legislatura l'argomento della riforma delle AI tornasse all'ordine del giorno.

Con ciò non si vuole sostenere che la politica debba astenersi da ogni interesse per le AI. Ma si ritiene che il controllo del sistema politico sulle AI dovrebbe essere quello di incalzarle a essere tempestive, efficienti, non contraddittorie, ed essere al di sopra di ogni dubbio sulla loro indipendenza e capacità di operare in modo equo. In altre parole, il sistema politico dovrebbe spingerle a essere all'altezza della sfida (possibilmente con atti e non con dichiarazioni sui giornali) dei problemi posti da un mondo in rapida evoluzione, ma senza tentare di sostituirsi ad esse in tutto o in parte.

In Italia il rapporto tra AI, Parlamento, Governo e giustizia amministrativa non è mai stato né semplice né lineare: con insoddisfazione di tutti.

In quanto segue segnalo alcuni esempi di ciò che, a mio avviso, si può chiamare la «cattura» (tentata e/o effettuata) delle AI da parte dei altri soggetti pubblici.

Per fare ciò, le considerazioni ricorrono in via strumentale all'esame di alcune norme proposte nel disegno di legge presentato dal Governo Prodi in data 5 marzo 2007 (DL n. 1366) e rimasto a giacere sui banchi della commissione competente: *Disposizioni in materia di regolazione e vigilanza sui mercati e di funzionamento delle Autorità indipendenti preposte ai medesimi*. A maggior ragione, il riferimento sarebbe ancora più significativo se questo testo fosse assunto – come auspicabile – al pari di testo base per la legislatura in corso.

La strumentale rilettura di questo testo ha dunque come obiettivo quello di pervenire ad alcune ipotesi di lavoro che consentano di contenere la amministrativizzazione dell'economia e dei mercati e di sottrarre le AI al «circuito Parlamento – Governo – giustizia amministrativa» entro cui le si vorrebbe rinchiudere.

Costituisce un esempio di un tentativo di «cattura» delle AI da parte del Parlamento almeno una delle più significative conclusioni dell'«Indagine conoscitiva» svolta dalla Commissione Affari costituzionali sul finire della XIII legislatura (maggio 1999-gennaio 2000) là ove si legge che (pag. 221) «per calibrare in termini nuovi e meritevoli» il rapporto tra Parlamento e AI, «dovrebbe essere valorizzata la vocazione “generalista” del Parlamento in costruttiva dialettica con la tendenziale vocazione “monistica” delle singole Autorità» (...). In questa ottica (pag. 223-224) il Parlamento potrebbe dettare indirizzi generali di politica intersettoriale (sic!). «Non è dato di capire quali possano essere gli indirizzi (vincolanti?) intersettoriali (volti a dare cioè «un orizzonte comune alle singole Autorità» pag. 224) che accomunino i mercati finanziari, le assicurazioni, le comunicazioni, i trasporti, il gas e l'energia elettrica, e così via. Si corre il rischio che tali indirizzi vincolino l'attività delle AI in alcuni settori politicamente sensibili. D'altronde, nel programma di indagine della Commissione (pag. 3-4) non figura mai la parola «mercato», circostanza che spiega perché nella lettera circolare n. 3 del 1996 del presidente della Camera di allora sulle competenze delle Commissioni parlamentari si precisasse che le AI costituiscono «specificazione della materia dell'organizzazione generale dello Stato» (pag. 3). E così, il programma di indagine avrebbe dovuto avere «specifico riferimento ai rapporti intecorrenti tra esse (le AI) e gli altri poteri dello Stato» (pag. 4).

Il disegno di legge in esame si muove purtroppo nella direzione appena richiamata laddove all'articolo 21 istituendo la «Commissione parlamentare per le politiche della concorrenza e i rapporti con le Autorità di regolazione, vigilanza e garanzia dei mercati» le assegna anche il compito (lett. C., comma 2) di esprimersi «sui pareri (tutti?) e sulle comunicazioni (tutte?) formulate dalle Autorità e sulle iniziative legislative e regolamentari di rilevanza strategica (che cosa è?), sull'assetto concorrenziale dei mercati e sulla tutela dei consumatori e degli utenti». Mi pare che tale Commissione o risulterà del tutto inutile (a fronte della elevata tecnicità delle norme e dei regolamenti), oppure tenterà di dettare orientamenti politici, enti sensibili per la concorrenza nei diversi settori (con quale competenza tecnica non è dato di sapere). Torna alla mente, con orrore, la Commissione bicamerale per le partecipazioni statali.

Ma vi è anche chi si è spinto più avanti con considerazioni che si spera non vengano mai più riprese. Infatti, nel corso dell'altra legislatura il relatore di maggioranza della Commissione Affari costituzionali del Senato sostenne, a proposito del provvedimento che allora era in esame, che «in ogni caso, è giusto affermare che la istituzione di soggetti – comunque denominati – in una posizione separata e di più o meno marcata autonomia e indipendenza rispetto al Governo, va sempre valutata con prudenza (...). Proprio l'autonomia e l'indipendenza verso l'esecutivo, e la sottrazione al circuito della responsabilità politica diventano (...) elementi di debolezza di fronte agli interessi che possono assumere – e spesso assumono – una rilevantissima portata».

Non solo dunque le Ai risulterebbero «catturate» dal Parlamento ma anche dal Governo. Sorge il dubbio che in assenza della gestione diretta delle partecipazioni statali, il sistema politico intenda regolare in via politica-amministrativa l'economia! Sarebbe dunque opportuno non riproporre l'istituzione della Commissione parlamentare prima ricordata.

Purtroppo, echi della impostazione che postula la preminenza del Governo si rintracciano anche nel testo che abbiamo assunto in strumentale esame. Invero, al comma 3 dell'articolo 1 si ritrova l'espressione «alta vigilanza» tipica della legislazione degli anni Trenta. Si dispone, infatti, che «restano ferme le funzioni di indirizzo generale e di alta vigilanza del Governo e dei Ministri nelle materie di cui alla presente legge». Ma ancora più grave è il compito (tra gli altri) assegnato dal comma 4 dell'articolo 9 che istituisce il «Comitato per la stabilità finanziaria» di cui non si sentiva proprio il bisogno. Tale compito consiste infat-

ti «nel promuovere la stabilità finanziaria e la soluzione delle crisi delle società e dei gruppi bancari e finanziari che possono influire sull'intero sistema finanziario».

Osservo che si corre il rischio che la presenza del Ministro dell'economia e delle finanze (che presiede il Comitato) «catturi» non soltanto il Governatore della Banca d'Italia e il Presidente della Consob, ma anche le rispettive istituzioni.

Dal canto suo, la previsione che si possa ricorrere alla «soluzione della crisi» (che potrebbe comportare il ricorso alla finanza pubblica) rischia di prefigurare l'insorgenza di un «contratto implicito (*moral hazard*) tra istituzioni finanziarie, Governo e AI che porterebbe alla ben nota socializzazione dei costi e alla privatizzazione dei benefici, adottata questa volta in via amministrativa. Se proprio si volesse perseguire la via della «soluzione della crisi», meglio sarebbe lasciare alla sola Banca centrale la responsabilità di prestatore di ultima istanza.

Ma l'amministrativizzazione dell'economia galoppa anche con l'articolo 19 del testo citato ove si dispone (comma 1) che, come di abitudine «ogni controversia avente a oggetto atti e provvedimenti delle Autorità (...) è devoluta alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo».

Vecchia storia questa del dilagare delle competenze dei TAR.

Vale dunque la pena di ricordare un episodio significativo che coinvolse la Commissione Industria del Senato ai tempi in cui, licenziando per la discussione in assemblea il testo che istituiva l'Autorità per l'energia elettrica ed il gas, propose (art. 6, comma 4) che «i ricorsi avverso gli atti e i provvedimenti amministrativi adottati dalle Autorità rientrano nella giurisdizione esclusiva, *estesa al merito*, del giudice amministrativo. Essi devono essere inderogabilmente proposti davanti al Tribunale amministrativo del Lazio, con sede in Roma» (A.S. 359-A/R). Opportunamente il passaggio del testo all'esame delle assemblee parlamentari di Camera e Senato cassò l'inciso (*estesa al merito*), evitando così, con tre parole, l'istituzione di una super Autorità competente nel merito su tutte le questioni di competenza delle Autorità indipendenti.

La definitiva ed eccessiva amministrativizzazione e proceduralizzazione dell'economia fu così evitata.

Dal canto suo, non ebbe dubbi la citata «Indagine conoscitiva» nell'assegnare alla giustizia amministrativa il controllo giurisdizionale sugli atti delle AI (pag. 222).

Per la verità il legislatore ipotizzò più di una volta di sottrarre alla giurisdizione amministrativa l'operare delle Autorità indi-

pendenti, sottoponendo queste ultime al giudizio della magistratura ordinaria. Non vi riuscì rifiutando una «formula innovativa, che attrae i rapporti dell'impresa, sia con le Autorità che con gli utenti, nell'ambito del diritto privato, realizzandosi per questa via una tutela piena ed effettiva dei diritti delle parti basata su accertamenti e valutazioni sostanziali» (v. Delega per l'istituzione di Agenzie per i servizi pubblici, richiesta dal Governo Amato, A.c. n. 2579 del 27 aprile del 1993).

È bensì vero che, nel nostro paese, la lentezza della giustizia civile, e di quella commerciale in particolare, hanno effetti negativi sul funzionamento dei mercati, creando distorsioni ai meccanismi competitivi, disincentivando l'attività di investimento, rendendo convenienti comportamenti illeciti. Sarebbe dunque di poca utilità disegnare un sistema di regole di cui nessuno è in grado di garantire l'effettivo rispetto in tempi sufficientemente rapidi.

Ma una linea di intervento correttivo in questa direzione, così come fu ipotizzato dal Governo nell'anno 2000, potrebbe nuovamente essere indirizzata a creare figure giurisdizionali meglio rispondenti al tipo di richiesta di giustizia che deriva dalle vicende commerciali e a ricercare mezzi processuali più idonei alle particolari esigenze di speditezza delle questioni in esame. Il ricorso a un giudice specializzato per le questioni dell'economia, del commercio e della finanza può rappresentare una possibile strada da percorrere, costituendo, fra l'altro, un modello già presente in altri ordinamenti europei. A questo riguardo, vale la pena di ricordare che il 20 giugno del 2000 il Governo presentò un disegno di legge (Delega al Governo per la riforma del diritto societario A.c. 7123) in cui – vale la pena di riportare per intero le argomentazioni – veniva prefigurato (all'art. 11) «*in termini generali, il modello di giudice cui devolvere le controversie e la trattazione di ogni altro ricorso camerale in materie che richiedono un elevato tasso di conoscenze specifiche nei settori dell'economia, del commercio e della finanza. Dovrebbe trattarsi – si legge nella relazione al disegno di legge – di un giudice inserito nella struttura dei tribunali delle città sedi di Corti di appello e, perciò, configurato come sezione specializzata dei tribunali medesimi. Nell'area di competenza per materia di tale sezione specializzata ricadono innanzitutto tutte le questioni in materia societaria, ricomprese le cessioni delle partecipazioni sociali e i patti parasociali. Tenuto conto della elevata specializzazione di detta sezione nel settore del diritto dell'economia, si è ritenuto di inserire anche le questioni in materia di concorrenza, brevetti e segni distintivi dell'impresa nel rispetto degli*

impegni comunitari e internazionali, nonché le questioni disciplinate dal Testo unico sulla finanza (DLGS. 24 febbraio 1998) e dal Testo unico bancario (DLGS. 1 settembre 1993, n. 270)».

Come noto, tale articolo venne stralciato. Ci si domanda oggi se non fu un errore e se in occasione della ripresa del dibattito parlamentare sulla riforma delle Autorità indipendenti non possa essere ripreso, con le più opportune modifiche e integrazioni, al fine di contenere l'amministrativizzazione dell'economia italiana.

Franco A. Grassini

Nel cercare di concentrare la nostra attenzione sulle Autorità indipendenti penso sia opportuna una riflessione sulla Banca d'Italia. Questa non rientra, per quanto ne so, formalmente in tale categoria, ma dal punto di vista funzionale può, per noi economisti che non siamo sottili come i giuristi, esservi assimilata. Infatti tra i suoi compiti, oltre a quelli derivanti dall'essere componente del sistema monetario europeo, c'è la sorveglianza sulle banche che ha la stessa natura di altre Autorità indipendenti. L'attenzione alla Banca d'Italia mi sembra essere resa urgente per la circostanza che, in base alla legge 28-12-2005 n. 262, entro quest'anno si dovrebbe procedere da parte degli attuali detentori della proprietà alla cessione, allo Stato o a enti pubblici, delle quote di partecipazione. L'applicazione di tale prescrizione presenta due tipi di problematiche di notevole spessore. La prima di queste è costituita dalla circostanza che non è assolutamente facile attribuire un valore alle quote stesse, sia per la scelta del metodo (patrimoniale o reddituale e in questo caso con quali parametri) sia per una serie di questioni pratiche. Sarebbe logico attribuire ai quotisti il valore delle riserve auree che sono un patrimonio pubblico? Per giunta, alcuni titolari le hanno nei loro bilanci al valore storico, altri le hanno rivalutate, talvolta – guarda caso quando la banca aveva problemi di bilancio – con criteri piuttosto ottimistici. Occorrerebbe, in altri termini, conciliare interessi molto divaricati. Né si può escludere la possibilità che il Ministro dell'Economia proceda a un sostanziale esproprio a danno di alcuni istituti di credito. Anche in quest'ultima ipotesi ci sarebbe sempre il problema del reperimento, per il Tesoro, delle risorse necessarie, in una fase in cui la finanza pubblica non naviga nell'oro. Non si può, tuttavia, disconoscere che non è esteticamente bello che un istituto di credito (Intesa San Paolo), per effetto di successive fusioni, sia giunto a detenere il 47,7%

del capitale della Banca d'Italia, e un secondo (Unicredit) il 22,1%. Senza fretta, è una questione che andrà risolta. La seconda problematica relativa a un trasferimento a enti pubblici delle quote di partecipazione è – a mio avviso – ancor più delicata e preoccupante perché riguarda la sostanziale indipendenza della Banca d'Italia. Questa, infatti, con l'eventuale trasferimento allo Stato o enti pubblici della proprietà sarebbe in pratica molto difficile. E non sono il solo ad esprimere un tale timore. Con vera autorevolezza anche la Banca Centrale Europea ha manifestato preoccupazioni analoghe. Di conseguenza, sembra opportuno procedere all'abrogazione della norma in questione. Qualche autorevole personaggio, in conversazioni private, sostiene che sarebbe sufficiente privare del diritto di voto gli attuali titolari, lasciando loro il diritto al dividendo. Altri sostengono che sarebbe opportuno procedere a una redistribuzione delle quote per porre rimedio ai già accennati squilibri in termini di concentrazione che si sono verificati. Personalmente ritengo, per le ragioni in tema di indipendenza che meglio emergeranno in seguito, che sia preferibile non procedere, almeno per il momento, a modifiche rilevanti. Comunque, l'urgenza dell'abolizione o, come più facile in Italia, un rinvio della norma sul trasferimento della proprietà è di tutta evidenza.

In tema di indipendenza la ricordata legge n. 262 non sembrava dare molte garanzie, come emerge da una sua lettura: «La Banca d'Italia nell'esercizio delle sue funzioni e con particolare riferimento a quelle di vigilanza, opera nel rispetto del principio di trasparenza, naturale complemento dell'indipendenza dell'Autorità di vigilanza. Riferisce al Parlamento e al Governo con relazione semestrale sulla propria attività». Molte volte il considerare naturale un fenomeno può essere un modo per non rispettarlo. Nel caso specifico, quell'obbligo di una relazione semestrale potrebbe facilmente essere lo strumento, oltre che di una particolare attenzione, di pressioni in un ambito nel quale i ruoli non sono chiaramente definiti. Non a caso il decreto legislativo 29-12-06 n. 303 ha sostituito il «riferire» con il «trasmettere» una relazione e ha spostato da semestrale ad annuale l'obbligo. Lo stesso decreto legislativo ha cancellato un'altra norma che era stata formulata nella legge del 2005, vale a dire la durata sessennale della permanenza in carica del Governatore e dei membri del direttorio e la possibilità di un solo mandato aggiuntivo. E qui entriamo in un aspetto fondamentale dell'indipendenza: prima della normativa del 2005 il Governatore, una volta nominato, non aveva scadenza, ma poteva essere revocato con

procedura analoga a quella per la nomina. Era questo che gli dava una sostanziale libertà nei riguardi del Governo e delle Autorità politiche in generale. Che, poi, come si esprime una volta Guido Carli, non dovesse assumere decisioni «sediziose» era sostanzialmente un problema di coscienza, non un obbligo o la conseguenza del timore di non essere rinnovato. Anche il fatto che il compenso del Governatore era un vitalizio concorreva a evitare che problemi economici potessero in qualche misura incidere sui suoi comportamenti. Dopo le non felici esperienze che tutti conosciamo e di cui personalmente non sono ancora riuscito a darmi spiegazioni, c'è ovviamente da domandarsi se una soluzione del genere abbia ancora validità. Se la risposta è, come a me sembra e come emerge dal fatto che si trattava di un caso unico a livello internazionale, negativa una cosa sembra chiara: la possibilità di rinnovo rappresenta, dato il sistema in vigore di nomina sul quale parlerò in seguito, un incentivo a compiacere chi quel potere di nomina detiene. Quindi, a mio parere, due possibili soluzioni. O si stabilisce un'età raggiunta la quale non si può coprire la carica e si lascia la durata indefinita, delegando al buon senso di chi designa di non scegliere un giovanissimo. Alternativamente e, a parere mio, preferibilmente, si stabilisce un unico mandato, possibilmente superiore ai 6 anni previsti dalla legge del 2005, per dare al Governatore la possibilità di fare scelte nel quadro di un orizzonte temporale di lungo periodo. Ma non troppo: rammento benissimo (ignoro se la stessa dichiarazione fosse stata anche inclusa in qualche discorso o scritto pubblico) che Guido Carli un giorno, poco dopo le sue volontarie dimissioni, mi disse di aver utilizzato i primi 7 anni come Governatore a innovare e i secondi 7 a difendere le innovazioni realizzate.

I problemi dell'indipendenza non riguardano solo il Governatore, ma l'intero direttorio, vale a dire il direttore generale e i tre vicedirettori generali e lo stesso Consiglio Superiore. Cominciando da tale organo, esso è composto da tredici membri nominati nelle assemblee locali con procedura che lo statuto di Banca d'Italia non precisa. Lo stesso è titolare di molti poteri anche amministrativi. Da quanto mi hanno riferito amici, che in passato erano interni a Via Nazionale, nei corridoi tale organo è stato ribattezzato «Coniglio Superiore», tanta è tradizionalmente l'acquiescenza alle proposte che vengono formulate dal Governatore. Forse, se si creasse la carica di presidente del Consiglio Superiore si potrebbe accrescerne l'autonomia e la capacità di critica e di proposta. Ma il problema di fondo resta quello della sua

nomina. E qui torniamo al punto di partenza: se le quote della Banca d'Italia dovessero essere trasferite allo Stato o a enti pubblici, è di tutta evidenza che la politica tornerebbe non a fare capolino, ma di fatto a dominare e forse a inquinare le scelte. Si dirà che la politica è preferibile al sistema attuale in cui sono gli stessi istituti di credito sottoposti alla vigilanza a nominare i componenti del Consiglio Superiore. A parte la considerazione che, per quel poco che so, sino a oggi tali soggetti sono stati scelti più con attenzione a esponenti dell'economia locale che del mondo creditizio e, comunque, sempre con il tacito benessere del locale rappresentante della Banca d'Italia, poiché la concorrenza si sta sviluppando anche tra le banche è, quindi, difficile che non si preferisca scegliere soggetti veramente indipendenti per evitare che questo o quell'istituto si trovi in qualche misura avvantaggiato. Probabilmente sarebbe opportuno inserire nello statuto della Banca d'Italia un chiaro requisito di indipendenza e di estraneità al mondo del credito per la nomina a componente del Consiglio Superiore.

Le nomine, i rinnovi e le eventuali revoche del direttore generale e dei tre vicedirettori generali che compongono, assieme al Governatore che lo presiede, il Direttorio, sono uno dei compiti del Consiglio Superiore che decide su proposta dello stesso Governatore. Sino ad oggi i componenti sono sempre stati scelti o nell'ambito del personale della Banca o tra chi ne aveva, come l'attuale direttore generale Fabrizio Saccomanni, fatto parte in precedenza. In altri termini, il Governatore ha un peso notevole nelle scelte. Sappiamo, dalla pubblicazione dei verbali della Federal Reserve, che in sede di discussione della politica monetaria, i componenti il maggior organo di tale istituto hanno di frequente opinioni opposte. Probabilmente lo stesso accade nella Banca Centrale Europea. È abbastanza ovvio che, salvo mutamenti futuri, nel Direttorio scelto con l'attuale sistema, nonostante la legge prescriva il voto, difficilmente si formerà una maggioranza in contrasto con la volontà del Governatore, anche se non si può escludere che lo stesso e i singoli componenti abbiano influenza nel processo decisionale. Le nomine dei componenti il Direttorio debbono essere approvate con decreto del Presidente della Repubblica e con la stessa procedura prevista per la nomina del Governatore di cui parliamo dopo. Quindi, a differenza di quanto avviene per il Governatore, il Consiglio Superiore non emana un semplice parere, ma dispone di un vero e proprio potere. Sembrerebbe, di conseguenza, che il potere politico abbia una facoltà relativamente limitata, ma tutti sap-

priamo che tra quello che prescrive la normativa e la realtà esistono consistenti differenze che sono, in larga misura, funzione delle personalità e degli interessi in gioco. Preferibile, quindi, prevedere meccanismi che evitino al massimo le interferenze. Per tali considerazioni, tornando a quanto si accennava in precedenza, va notato che eliminare la procedura, analoga a quella per la nomina del Governatore, che prevede un decreto del Presidente della Repubblica, comporterebbe una riduzione dell'eguaglianza dei membri che è il fondamento di un organo collegiale e della sua responsabilità. Non si deve dimenticare che, in base allo statuto in vigore e alla tradizione, i singoli componenti il Direttorio vengono nominati dal Consiglio Superiore su indicazione del Governatore. Egli, di fatto, è il vero *dominus* della situazione. Va considerato che Via Nazionale non è più titolare della politica monetaria e, quindi, che vi siano diverse scuole di pensiero e un costante confronto tra le stesse non è molto importante. Inoltre, direttore generale e vicedirettori di Banca d'Italia svolgono anche funzioni esecutive e, come in qualsiasi organizzazione che ha compiti operativi, pare opportuno evitare mancanza di un'omogeneità di fondo quale si avrebbe con scelte di origine politica. Se i componenti del Direttorio sono di sostanziale gradimento del Governatore ne risulterà una squadra più compatta e che potrà avere maggiore influenza nel compiere le analisi e nel formulare i suggerimenti per la politica economica che ancora rappresentano uno dei compiti che la tradizione più che le norme affida alla Banca d'Italia. Anche la specifica funzione di vigilanza sarà probabilmente meglio assolta da una squadra compatta. Il dominio, tuttavia, di una sola persona non è sempre, come le stesse vicende di Via Nazionale mostrano, ideale. Probabilmente senza giungere, ove si volesse rendere anche la Banca d'Italia analoga alle altre Autorità indipendenti, ad affidare a terzi (salvo quanto si dirà di seguito sull'argomento) la designazione dei componenti il Direttorio, si potrebbe pensare a un parere preventivo sulle candidature da parte della Banca Centrale Europea.

Resta il problema della scelta del Governatore. Questi viene nominato con decreto del presidente della Repubblica su proposta del presidente del Consiglio, previa delibera del Consiglio dei ministri, sentito il parere del Consiglio Superiore della stessa Banca d'Italia. Il nocciolo del problema sembra essere che il sistema politico si sta profondamente modificando: per quanto tempo si potrà contare sulla non omogeneità politica tra presidenza della Repubblica e presidenza del Consiglio? La formazione di due partiti con vocazione maggioritaria e una notevole for-

za rende altamente probabile che le due cariche siano coperte da appartenenti allo stesso gruppo. Analogamente il Consiglio dei ministri (si veda l'approvazione in nove minuti della manovra finanziaria) tenderà sempre più a essere guidato da un leader. Anche se ipotizziamo che lo stesso sia dotato di notevoli capacità e qualità etiche sempre uomo di parte è ed è naturale indirizzi le sue scelte per rafforzarla. Quindi sarebbe opportuno, per garantire la sua indipendenza reale, modificare il sistema di scelta e nomina del Governatore attualmente in vigore. Una soluzione potrebbe essere quella di attribuire al Consiglio Superiore la designazione di una terna di persone tra le quali Consiglio dei ministri, presidente del Consiglio e presidente della Repubblica possano scegliere. Occorrerebbe anche discutere, per evitare che la Banca d'Italia, pur ricca di una grande tradizione e dotata di personale ultra qualificato, divenga un corpo chiuso in un mondo in cui tutto muta rapidamente, se non sarebbe forse opportuno che due su tre dei candidati dovessero essere estranei alla stessa.

Detto questo sul problema specifico di quella che forse è la più significativa delle Autorità indipendenti, vorrei permettermi qualche osservazione sul problema generale delle stesse, ricollegandomi a quanto ha detto Roberto Pinza sul decadimento del clima etico cui stiamo assistendo. Da questa osservazione, come mostra l'esperienza di tutti e non solo di noi anziani *laudatores temporis actis*, ne derivano due conseguenze. La prima che è estremamente difficile che la maggioranza di due terzi della auspicata Commissione Bilaterale porti a scelte di personaggi qualificati e in grado di garantire l'indipendenza dell'organo di cui faranno parte. È molto più probabile che ci sia una designazione proporzionale ai partiti. Del resto, l'onorevole Tabacci proprio nell'intervento nel volume che qui discutiamo ebbe a dire che la maggioranza qualificata comporta o l'accordo sui nomi o il rispetto delle designazioni, purché – in tale ultima soluzione – ci siano le caratteristiche necessarie. Il che significa l'adeguata preparazione professionale, ma non l'assenza di interessi materiali, ideali o di parte. La seconda conseguenza dell'abbassamento del livello etico è che, appunto, è più difficile presupporre l'assenza di interessi personali, non necessariamente economici (l'ambizione è altrettanto pericolosa) nei possibili designati. In breve, è difficile pensare a una vera indipendenza delle Autorità se la politica domina le scelte. In una recente riunione qui all'AREL per discutere se *È possibile contrastare l'antipolitica?* il professor Salvatore Biasco, che alle esperienze accademiche

aggiunge quelle parlamentari, ha suggerito che, per rompere la sclerotizzazione del sistema politico ed evitare che il meccanismo di selezione della classe dirigente fondato sulla cooptazione accentui la scarsa qualità della classe dirigente, sarebbe opportuno introdurre negli organismi direttivi una quota non simbolica che fosse scelta ricorrendo al sorteggio tra persone autocandidatesi. Forse qualcosa di analogo (magari aggiungendo la possibilità di candidature proposte da università o centri di ricerca) dovrebbe essere studiato anche per le Autorità indipendenti se veramente ne vogliamo fare degli organismi che diano un reale apporto a un sistema competitivo e che si sviluppa.

Enrico Letta

Le due piste di ricerca che abbiamo tracciato oggi ci accompagneranno nei prossimi mesi. Intanto ringrazio ancora Antonio Taverna per i dieci anni di lavoro trascorsi insieme che sono stati molto proficui e che sono ben testimoniati in questo libro.

CORPORATE GOVERNANCE FORUM 2004-2008

Corporate governance oggi (Milano, 22 febbraio 2008).
Controlli societari e nuove responsabilità contabili (Roma, febbraio 2008).
Reputazione delle imprese e mass media (Roma, aprile 2007).
Mercato delle regole o regole di mercato? (Milano, ottobre 2006).
Qualità e trasparenza nell'informativa societaria. Il ruolo degli amministratori e del CFO (Verona, aprile 2006).
La riforma delle banche popolari (Milano, marzo 2005).
La responsabilità amministrativa delle persone giuridiche nei gruppi di società (Roma, febbraio 2005).
Corporate governance, il ruolo degli investitori istituzionali e degli stakeholder finanziari (Mantova, ottobre 2004).
Società e stakeholder: dipendenti e cittadini (Roma, marzo 2004).

REPUTAZIONE E AUTORITÀ INDIPENDENTI

di Antonio Taverna

A un recente dibattito del Corporate Governance Forum un magistrato rilevava: «... l'economia non può reggersi sulle sanzioni o sui processi che sono luoghi dove si accertano le responsabilità personali dei soggetti fisici e degli enti... (così) si assegna al processo penale e al diritto penale una funzione di supplenza che non devono avere». Un'affermazione pienamente condivisibile.

E, nemmeno si può pensare che l'economia e la vita delle imprese possano essere governate attraverso dettagliate norme di legge.

Il vero motore e giudice dell'economia imprenditoriale del paese potrebbe essere il mercato, se fosse in grado di premiare o sanzionare la buona o la cattiva reputazione del management di una società, influenzandone il cambiamento. Il comportamento virtuoso dovrebbe essere l'essenza della vita delle imprese e il metro di giudizio della sua qualità.

Un alto livello degli standard di comportamento delle società attive nell'economia di un paese, informazioni credibili sulla loro situazione economico/finanziaria e su eventuali situazioni di conflitto dei vari portatori di interessi, sono requisiti di trasparenza opportuni per competere nel mercato globale e creare le condizioni di appetibilità all'investimento straniero.

Da qui muove la discussione sul ruolo della *corporate governance* nella creazione del valore d'impresa. Un dibattito che ha origine oltreatlantico.

La cultura anglosassone è impregnata di liberismo e assegna una funzione centrale al mercato, all'autoregolamentazione delle stock exchange e delle categorie professionali.

Chi sia il mercato, quali interessi coinvolga, quale premio sia da attribuire ai comportamenti virtuosi sono argomento di studi e dibattiti spesso portatori d'opinioni diverse¹.

È certo che l'impresa ha una funzione sociale e che i mercati sono fondamentali per la creazione del benessere comune.

Gli scandali degli ultimi anni hanno indicato i limiti dell'approccio anglosassone. Il controllo delle *stock exchange* non è stato in grado di intercettare i fenomeni perversi legati alle nuove filosofie di creazione del valore, analogamente l'autoregolamentazione delle categorie professionali non ha saputo individuare comportamenti anomali e talvolta illeciti degli associati, sebbene fossero fenomeni diffusi.

Il modello americano

Il confronto con i provvedimenti recentemente presi negli Stati Uniti e con l'impianto regolamentare che propongono può essere, a ogni modo, utile per individuare le eventuali debolezze del nostro sistema di vigilanza e controllo. Va premesso che la soluzione americana non è, necessariamente, il modello valido in assoluto: i recenti eventi legati alla crisi dei mutui *subprime* e in generale al *credit crunch* sollevano anche in quel paese non poche perplessità sull'efficacia della regolamentazione e della supervisione².

La diversità di cultura giuridica ed economica riscontrabile con altri ordinamenti, quali quelli latini e germanici, potrebbe limitarne l'efficacia se l'impianto regolamentare fosse adottato senza opportuni adattamenti. Ad esempio, non in tutti paesi si riscontra un'opinione pubblica e un'azione dei media in grado di esercitare pressioni continue e incisive sulla politica, come negli Stati Uniti.

Il provvedimento che disegna la nuova regolamentazione americana, il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, è stato promulgato dopo meno di un anno dallo scandalo Enron, con un'iniziativa condotta da due senatori degli opposti schieramenti politici. Il cambiamento è avvenuto con tempestività grazie, appunto, alle pressioni esercitate da media, associazioni di consumatori e più in generale dall'opinione pubblica, colpita da un susseguirsi di scandali oltre a quello Enron (es. Worldcom).

Da noi, i provvedimenti che seguono la vicenda Parmalat arrivano dopo tre anni. Soprattutto, il caso è stato colto nella sua gravità dopo quasi nove mesi dal momento in cui Assogestioni ha sollevato problemi di trasparenza nell'informazione e di tensione finanziaria nei conti del gruppo. Nel frattempo, poco dalla stampa, niente dall'opinione pubblica. La necessità di cambiamento è stata fonte di dibattiti ma percepita con pigrizia. Anzi in quei giorni, in sedi autorevoli si sosteneva che da noi un caso Enron non si sarebbe mai verificato, tenuto conto della miglior efficacia dei controlli operanti nel nostro mercato.

Le considerazioni sulla diversa reattività delle due opinioni pubbliche sono il segno di una diversa cultura finanziaria e, forse, di un diverso senso civico.

Negli Stati Uniti i cittadini sono abituati a confrontarsi da tempo con i problemi delle coperture pensionistiche e di assistenza sanitaria, attenti alle gestioni dei fondi pensione che hanno portato, nel tempo, anche esperienze negative e drammi personali.

In Italia la cultura che ha imperato per decenni è quella dei titoli di Stato e della pensione garantita. La conoscenza finanziaria è meno avvertita come necessità dai più.

A questo deve aggiungersi una profonda differenza negli assetti proprietari delle società quotate: a larga base azionaria negli Stati Uniti, concentrata in Italia con un'importante presenza pubblica, in un mercato di dimensioni modeste.

Sintetizzate alcune delle differenze ambientali in cui opera la regolamentazione, si possono esaminare i contenuti innovativi del *Sarbanes-Oxley Act*.

Gli intereventi sono estesi e coinvolgono la gran parte degli attori del mercato; l'aspetto della norma che forse più ha colpito il pubblico è la pena, venticinque anni di prigione, che colloca il reato finanziario tra i più gravi dell'ordinamento americano.

Al di là della durezza della pena, come detto nell'introduzione al dibattito, due sono le novità rilevanti che propone l'*Act*: il ruolo cruciale attribuito ai sistemi di controllo interno delle società, l'estensione dei poteri delle Autorità di regolamentazione e vigilanza.

L'impianto regolamentare del *Sarbanes-Oxley* sostanzia tre fondamentali categorie di responsabilità:

- della società: che deve predisporre bilanci attendibili, adottare un adeguato sistema di controllo interno e informare con trasparenza il mercato³;
- dei revisori indipendenti che devono esprimere il giudizio indipendente sul bilancio e sul sistema di controllo interno;
- dell'Autorità per la vigilanza che deve fissare le regole e esercitare il controllo pubblico su società e revisori.

Discutendo di Autorità indipendenti, è opportuno vedere come si estrinsecano alcune loro precipue responsabilità. Centrale, nella nuova architettura di vigilanza americana, è la funzione del PCAOB che affianca la SEC nella regolamentazione e nella vigilanza sugli *auditor*.

Sono stati smantellati alcuni pilastri dell'impianto regolamentare della revisione di bilancio. Non più autonomia d'autore-

golamentazione lasciata alle associazioni degli *accountant*, non più *peer review* sulla qualità dell'*audit* di una società di revisione sull'altra, ma regolamentazione e supervisione di un organismo pubblico. Ciò congiunto ad un approccio normativo più prescrittivo rispetto al passato.

Nel nuovo impianto regolamentare la capacità di *enforcement* è rafforzata. Le verifiche sistematiche *ex-ante* del Board sono una pressione all'applicazione delle regole per gli amministratori delle società non solo per la società di revisione.

Come per il bilancio c'è bisogno di principi contabili e di standard per la revisione contabile, anche per il sistema di controllo interno occorrono standard di riferimento per la sua architettura e per le attività vigilanza.

Il sistema deve rispondere alle esigenze della sana e prudente amministrazione, che ogni organo amministrativo deve perseguire, e promuovere l'*accountability* dei soggetti attivi nell'organizzazione societaria.

Il PCAOB ha indicato come *best practice* la proposta organizzativa del COSO Report⁴.

Questo conferma che anche negli Stati Uniti i comportamenti virtuosi non trovano facilmente terreni fertili. Lo studio è datato 1994 e già all'epoca esso indicava la necessità di attestazioni, circa l'affidabilità e l'operatività del controllo interno, indirizzate al mercato dal management e dai revisori: una sezione dello studio e una guida operativa sono dedicate alla materia. Le varie lobby hanno fatto sì che la sua adozione non fosse obbligatoria. Ora, a disastro consumato, è diventata tale. Standard di riferimento e vigilanza dell'Autorità sono elementi imprescindibili per assicurare l'effettività del giudizio indipendente sui numeri e sulle *performance* delle imprese. La conferma che la loro mancanza è fonte di rischi emerge dalle critiche alle agenzie di rating per il loro ruolo nel *credit crunch*⁵.

In proposito va sottolineato che nella valutazione delle responsabilità inerenti le vicende del *credit crunch* è opportuno non confondere i problemi della trasparenza informativa con quelli connessi alla vigilanza sulla sana e prudente gestione del credito.

La situazione italiana

La necessità di competere nel mercato globale ha innescato il processo di convergenza delle regole, maggiormente pressante in Europa con l'emanazione delle direttive che intendono creare la

regolamentazione unica (equivalenza degli ordinamenti/passaporto unico).

Il sistema bancario è la punta avanzata del processo: le banche con l'adozione degli standard contabili IFRS e, dall'inizio dell'anno, di Basilea 2, hanno riferimenti regolamentari comuni a livello europeo e mondiale. I tre pilastri di Basilea 2 – requisito patrimoniale minimo, vigilanza prudenziale, informazione trasparente – riflettono sostanzialmente gli obiettivi di sana gestione, controllo e informazione, validi per ogni impresa.

La normativa italiana, con la legge sul risparmio, ha fatto grandi progressi nel processo di convergenza, anche se l'applicazione della regolamentazione sconta, in alcune aree, le difficoltà di assimilazione.

Si deve registrare che il controllo interno divenne materia legislativa con la riforma Draghi, quando la sua adozione fu espressamente indicata tra i compiti degli amministratori e la vigilanza sulla sua affidabilità e applicazione fu attribuita al collegio sindacale. In precedenza, almeno per quanto riguardava l'area contabile-amministrativa, era materia trattata solo negli standard della revisione contabile di bilancio.

Dopo la vicenda Parmalat anche il nostro legislatore è intervenuto con modifiche legislative per migliorare le regole societarie e di mercato, riservando attenzione ai sistemi di controllo interno. La nuova normativa, dichiaratamente si è ispirata alla regolamentazione del *Sarbanes-Oxley Act*, e propone, analogamente allo stesso, le attestazioni sull'affidabilità del sistema di controllo interno da parte dell'amministratore delegato e del preposto alla predisposizione dei documenti contabili. Si è già detto della diversa scelta circa l'attestazione indipendente dei revisori. Su questo punto è sufficiente osservare che, come per tutte le attività di controllo e vigilanza, quello che conta non è *chi* fa ma *come* è fatto. E se operasse la vigilanza *ex-ante* sul *come* non sarebbero necessari nemmeno i limiti al numero di incarichi.

L'impianto regolamentare coinvolge, in un ruolo fondamentale, l'Autorità indipendente di tutela e vigilanza del mercato.

I compiti che le fanno capo sono essenzialmente: la regolamentazione di secondo rango, i controlli di supervisione, i controlli ispettivi e l'attività sanzionatoria.

Nel nostro paese detti compiti a sono attribuiti alla CONSOB, che è chiamata a svolgere attività estese e gravose richiedenti un'importante struttura organizzativa di cui solo da poco tempo è stata dotata, ciò sempre fatti salvi alcuni distinguo per il setto-

re finanziario dove c'è complementarità con le attività della Vigilanza bancaria definita dall'approccio per finalità.

I recenti cambiamenti e quelli che dovrebbero essere apportati con la programmata riforma delle Autorità indipendenti e con l'applicazione di direttive comunitarie sulla trasparenza e sul controllo dei conti sollecitano alcune considerazioni sulle sue attività.

Regolamentazione

L'Autorità deve confrontarsi con una norma di primo rango che spesso si occupa di dettagli e in modo non del tutto integrato tra le leggi vigenti.

In un ambiente sociale incline ai comportamenti formali, interventi di regolamentazione strutturati e miranti alla sostanza sono complicati da attuare. Un esempio di queste difficoltà è riportato nell'intervento di presentazione del dibattito: il tortuoso cammino delle regole della revisione contabile verso la prassi internazionale.

La legge invece dovrebbe consentire all'Autorità una regolamentazione flessibile in grado di cogliere tempestivamente le continue evoluzioni dell'attività economica, con interventi a tutela della sostanza degli interessi comuni più che al rispetto minimale della lettera delle norme di primo rango.

Pur condizionata dalla farragine legislativa, l'attività di regolamentazione della CONSOB si è vieppiù allineata alle prassi dei mercati evoluti; soprattutto dopo che sono state definite le diverse competenze con le altre Autorità «finanziarie» e la collaborazione con le stesse, inclusa la possibilità di regolamentazione congiunta.

Nelle due principali aree interessate alla trasparenza informativa, quella finanziaria e quella sui sistemi di controllo interno e gestione dei rischi, si registra la piena convergenza con gli ordinamenti più evoluti per quanto riguarda l'informativa di bilancio, mentre sono tuttora importanti le asimmetrie nell'ambito del controllo interno.

Con l'introduzione degli IFRS/IAS, l'area della statuizione dei principi contabili per la redazione del bilancio ha trovato una sua regolamentazione soprannazionale che si concreta con l'*endorsement* comunitario. Gli standard di revisione contabile, anch'essi mutuati dall'elaborazione a livello internazionale, sono recepiti attraverso un lavoro congiunto tra la CONSOB e gli ordini professionali interessati.

Soprattutto, con le leggi sul *market abuse* e sul risparmio sono stati rafforzati gli organici e sono possibili controlli ispettivi sistematici sull'attività di revisione di bilancio.

In definitiva, nell'impianto regolamentare dell'informativa di bilancio delle società quotate sono operanti, a un buon livello qualitativo, le tre fondamentali categorie di controllo: interno, indipendente e vigilanza dell'Autorità.

Inoltre, con l'adozione della direttiva comunitaria sul controllo contabile, la regolamentazione «controllo/vigilanza» dovrebbe essere estesa a tutte le società. La direttiva, infatti, prevede la costituzione di un organismo pubblico di vigilanza sul soggetto che farà il controllo contabile: sia esso società di revisione iscritta all'albo CONSOB o al registro dei revisori o revisore individuale.

L'area del controllo interno, invece, presenta aspetti incongruenti, primo fra tutti, quello dell'affollamento di tanti soggetti chiamati dal legislatore e dai regolatori a presidiarla: oltre alla norma societaria si ricorda ad esempio il DLGS 231/01 sulla responsabilità amministrativa o il codice di autodisciplina della Borsa. Pur operando per finalità diverse, i soggetti coinvolti a titolo personale o collegiale possono creare intasamento nelle attività di controllo con problemi di possibile inefficacia e, soprattutto, di reciproco rinvio di responsabilità.

Prescindendo dall'affollamento, le attività di controllo indipendente e di vigilanza presentano pressanti problemi, principalmente nel caso dei gruppi societari.

Vigilanza

La vigilanza informativa si è evoluta sostanzialmente nel corso dell'ultimo decennio e oggi la CONSOB si pone nel più alto livello delle Autorità internazionali. Essa ha tuttavia una prevalente connotazione documentale. La vigilanza ispettiva, invece, ha trovato una miglior struttura solo recentemente, quando è diventata sistematica. Il rafforzamento degli organici consentirà un miglior *enforcement* della regola attraverso la possibilità di attivare ispezioni *ex-ante*. Le ispezioni *ex-post* originate da istruttorie per l'irrogazione di sanzioni rivestono uno scarso valore deterrente.

Anche in questa area gli aspetti positivi valgono per l'informativa di bilancio; non sono chiari invece gli effetti negli ambiti del controllo interno, principalmente perché non appare ben definita la responsabilità dell'organo di controllo rispetto alla totalità del gruppo, essendo gli organi delle controllate auto-

mi. È difficile immaginare che ci possa concretamente essere una responsabilità piena di gruppo in capo all'organo di controllo della capogruppo.

Se si ritiene accettabile l'esistenza di responsabilità disgiunte è bene ricordare che la «storia» ha indotto il legislatore a introdurre la responsabilità del revisore unico per il bilancio consolidato.

Un'altra questione fondamentale riguarda la vigilanza dell'Autorità sui membri dell'organo di controllo responsabili della vigilanza sul controllo interno.

Si è detto della scelta del nostro legislatore di soprassedere alla richiesta di una relazione autonoma sull'affidabilità e operatività del sistema di controllo interno da parte della società di revisione e assegnare il compito di vigilanza all'organo di controllo.

Occorre aver presente che, verosimilmente, l'organo di controllo non dispone di una struttura organizzativa quale quella della società di revisione che, come soggetto unico, effettua le sue verifiche sull'intero gruppo in base a standard di lavoro stabiliti e, di massima, applicati internazionalmente.

L'organo di controllo può svolgere il suo lavoro diretto in modo limitato e, per verifiche estese, deve fare affidamento sul lavoro dell'*internal auditing*, che presenta vincoli di autoreferenzialità, e su quello della società di revisione che è fatto con la finalità di esprimere il giudizio sul bilancio consolidato e quindi può non soddisfare tutti gli standard di verifica richiesti dall'*assessment*.

Non ultimo, l'attività dell'organo di controllo, relativamente alla vigilanza sul controllo interno, non è soggetta all'attività ispettiva sistematica di un'Autorità pubblica.

Tali limiti organizzativi e l'assenza di supervisione sono differenze fondamentali con l'impianto previsto dal *Sarbanes-Oxley Act*.

Probabilmente, un management avveduto, chiamato a emettere le citate attestazioni di legge, si premunirà chiedendo alla società di revisione di estendere le sue verifiche sul controllo interno delle società del gruppo e ottenere un conforto prima di procedere alle attestazioni; ovviamente il lavoro potrà essere di conforto anche all'organo di controllo. I revisori assumeranno una responsabilità contrattuale nei confronti della società; l'organo di controllo sarà titolare della responsabilità nei confronti del mercato.

Un simile modo di intendere l'impianto controllo/vigilanza associa costi a benefici limitati e non è portatore di trasparenza⁶.

Anche in questo caso, per le banche e per gli altri soggetti vigilati da Banca d'Italia, il problema non è radicale: l'organo di controllo è referente della Vigilanza ai sensi della normativa bancaria e come tale anch'esso soggetto a vigilanza, ancorché non svolta in modo specifico. C'è da risolvere, anche per le banche, il problema del controllo indipendente da parte di un soggetto unico. Le regole *Home-Host* del Comitato di Basilea, attraverso i collegi dei supervisori, disegnano principi di vigilanza comune anche per i gruppi italiani con attività multinazionali; tuttavia, anche le Autorità bancarie non possono far affidamento sull'efficacia dei controlli della società di revisione come per i gruppi di altri paesi.

I probabili minori costi connessi a un'attività di verifica limitata contrastano con alcuni obblighi normativi previsti in altre aree, onerosi e poco efficaci.

Ad esempio, in tema di informativa e trasparenza, si deve rilevare l'onerosità che comporta l'attuale normativa per «l'informazione al pubblico a mezzo stampa»: è richiesta l'informazione della disponibilità di ogni documento informativo periodico, regola che non si riscontra negli altri ordinamenti e non è al passo con l'era di internet. Un costo rilevante, complessivamente ammontante a centinaia di milioni⁷, che potrebbe essere indirizzato proficuamente al miglioramento dei controlli interni.

Sanzioni

L'attività sanzionatoria si muove in un modello a doppio binario, penale e amministrativo: con l'Autorità giudiziaria competente per gli aspetti penali e le Autorità indipendenti per quelli amministrativi. In tema di soggetti operanti nei mercati mobiliare e finanziario hanno responsabilità la CONSOB, Banca d'Italia, ISVAP e COVIP. Preminente è il ruolo della CONSOB.

Come detto in premessa, la sanzione amministrativa dovrebbe costituire il deterrente per i comportamenti censurabili, efficace per tempestività e misura.

La pluralità delle Autorità che possono intervenire a sanzionare gli stessi fatti, le diversità nei tempi del loro intervento, una gradazione non sufficientemente articolata, la prevalenza dell'aspetto pecuniario rispetto a quello interdittivo, possono fare l'inefficacia della sanzione. La materia merita una rivisitazione. Se non sono condivisibili le misure delle pene detentive del *Sarbanes-Oxley Act*, lo potrebbero essere quelle interdittive.

Chi, nello svolgimento del proprio incarico, ha arrecato danni per colpa grave deve essere sanzionato con una sanzione pecuniaria rapportata alla propria capacità economica e ai proventi che realizza dalla sua attività e con una sanzione interdittiva che gli precluda di esercitare quella attività o quelle similari per un periodo di tempo che può arrivare, in casi gravi, all'interdizione totale. La sanzione dovrebbe produrre effetti equi, per chi la subisce e per chi è stato danneggiato.

Una riflessione sulle sanzioni comminate a seguito del caso Enron può aiutare a definire i termini dei provvedimenti e individuare gli eccessi.

Un provvedimento severo ha riguardato la società di revisione incaricata dell'esame del bilancio. Essa è stata cancellata. Operava con uffici in tutto il mondo, molti dei quali non coinvolti in lavori per Enron.

È una sanzione condivisibile? Successivi pronunciamenti giudiziari hanno attenuato le responsabilità della società di revisione.

Sanzioni penali e interdittive eque dovrebbero colpire: le persone coinvolte nel lavoro, i vertici della società, eventualmente i comitati tecnici e di controllo se non hanno ben operato, ma non tutta la struttura organizzativa.

Si può pensare a una sanzione per l'intera organizzazione nell'ambito della responsabilità amministrativa; magari severa, commisurandola a una parte importante del reddito di un certo numero di anni, ma non a una sanzione che cancellava un'intera organizzazione.

Il provvedimento appare iniquo soprattutto per quei soci e collaboratori che negli Stati Uniti e nel resto del mondo operavano correttamente. L'argomento delle sanzioni deve essere affrontato temperando gli eccessi sia dal lato della tolleranza sia da quello del giustizialismo, tenendo presente che la trasparenza delle sanzioni e la trasparenza delle relative motivazioni sono lo strumento per educare la pubblica opinione a attivare la sanzione reputazionale, miglior pungolo per comportamenti virtuosi. Un ostacolo per un efficace utilizzo della reputazione come strumento di sanzione è costituito dagli assetti proprietari concentrati; in una simile situazione la sanzione si può concretizzare solo con l'*exit* essendo impraticabile ogni pressione per il cambiamento del management senza l'assenso della maggioranza, in molti casi coincidente con il management. Ancora una volta è l'Autorità che deve sopperire al mancato funzionamento dei meccanismi sanzionatori del mercato dettando le linee guida per

comportamenti corretti. Il suo ruolo di vigilanza assume maggiore importanza ora che Borsa Italiana è controllata dal London Stock Exchange e gli emittenti e gli investitori saranno chiamati al confronto con un mercato che fa dell'autoregolamentazione un punto di forza, dove la regola «*comply or disclose*» è fondamento della trasparenza. È già capitato di commentare che l'approccio sostanziale del mercato britannico fa ritenere la *disclosure*, in materia di mancata adesione ai codici di comportamento, un comportamento censurabile, mentre l'approccio formale comune a gran parte dell'opinione pubblica del nostro paese la considera rispetto della regola. Solo l'intervento dell'Autorità può sopperire alla pigrizia del mercato. La vigilanza sull'applicazione dei codici di autodisciplina è strumento di *enforcement* per l'adozione della *best practice* da parte degli emittenti, ma deve essere anche stimolo ad un'autoregolamentazione attenta alla sostanza più che alla forma. Un aspetto da considerare, sotto questo profilo, è l'opportunità di imitare i principi che ispirano la costituzione dei comitati londinesi e la frequenza dell'aggiornamento delle regole; una lettura dei lavori dei vari comitati che si sono succeduti nel tempo, da Cadbury a Higgs, potrebbe essere di giovamento per creare la cultura nel nostro mercato.

Considerazioni conclusive

Lo sforzo per la regolamentazione di un mercato mobiliare «sottile» – sia per numero di emittenti, sia per le quote minoritarie di azioni circolanti per la gran parte delle società – assume un senso se si fa carico di obiettivi più ampi del suo fine istituzionale: tra questi, è prioritaria la formazione di una cultura generale in campo finanziario e economico, necessaria per agire e competere nel mercato globale, su basi di trasparenza e integrità.

Compito dell'Autorità indipendente è, e sarà, educare il mercato ad abbandonare il culto della «forma» per il valore della «sostanza».

Il modello di regole che l'Autorità ha disegnato per le società quotate è il modello per la prossima applicazione della direttiva sul controllo legale dei conti e, col tempo, sarà un elemento di riferimento considerato per la valutazione del merito creditizio secondo le regole di Basilea 2.

In un sistema imprenditoriale che è sempre «bancocentrico», l'impianto regolamentare dell'informazione societaria è un

fattore importante per la stabilità e la credibilità del sistema del credito e dell'economia del paese, non solo delle singole società. Esso è fondamentale per le banche che devono supportare l'impresa ed è, altresì, un affidabile riferimento per gli investitori stranieri, fondi o gruppi multinazionali, che possono contare su interlocutori che hanno dimestichezza con le prassi internazionali e su un ordinamento di regole che ha coerenza con le stesse.

In altre parole, il lavoro di chi, in questi anni, si è adoperato per migliorare l'impianto regolamentare del Governo societario delle società quotate e della vigilanza pubblica non è stato vano: esso ha contribuito a creare le condizioni per accrescere il valore delle imprese italiane. La trasparenza alla fine paga.

L'Autorità può vigilare solo sulla trasparenza dell'informativa e sull'integrità degli operatori in un mercato carico di incertezze, dove esiste una domanda di prodotti a elevato rendimento e perciò ad alto rischio. Deve essere chiaro che chi assume rischi può incorrere in perdite e che chi ha alti rendimenti ha assunto alti rischi e, di conseguenza, deve essere chiaro che chi assume rischi lo fa a titolo personale e non per conto della collettività. Gli interventi generalizzati di sostegno agli investitori che incorrono in perdite inattese finiscono col premiare gli speculatori e i cattivi consulenti.

La cultura della responsabilità si forma anche facendo pagare a chi tocca.

Da ultimo si deve sottolineare che le considerazioni positive sugli effetti del lavoro dell'Autorità di vigilanza trovano limiti importanti e resistenti nell'eccessiva burocrazia e nella lentezza della giustizia. Le riforme in queste due aree sono necessarie e da attuare in tempi stringenti.

Con la borsa controllata da Londra, con il passaporto europeo, la lentezza della giustizia e la burocrazia sono fattori penalizzanti per la piazza finanziaria italiana. In mancanza di riforme, non solo verrà meno l'appetibilità del mercato per gli investitori stranieri, ma anche gli italiani guarderanno sempre più ad altre piazze.

Le Autorità possono mitigare le negatività attraverso un approccio di regolamentazione secondaria e vigilanza, sostanziale e agile, spogliato da aspetti burocratici, aperto al confronto con gli operatori del mercato, evitando ai vigilati costi per il rispetto di forme non più al passo con i tempi.

La capacità di assicurare trasparenza effettiva a costi ragionevoli è fondamentale per la reputazione del mercato.

Note

¹ Si veda il lavoro di A. Lai e R. Stacchezzini in *Il mercato trasparente*. Il testo completo del lavoro è riportato in atti del Corporate Governance Forum «Il ruolo degli Amministratori e del CFO», Verona, aprile 2006.

² La dimensione della crisi non si può giustificare solo con l'inadeguatezza della regolamentazione. Qui si tratta dell'industria bancaria, la più regolamentata e vigilata. Forse prima di scrivere nuove regole ci si dovrebbe interrogare sull'applicazione di quelle esistenti. Negli anni Novanta la Borsa di Toronto a commento degli scandali che si stavano verificando nelle borse nordamericane pubblicò una ricerca dal titolo *Where were the Directors?*. Oggi una ricerca sul *credit crunch* forse potrebbe intitolarsi *Where were the Supervisors?*. Ciò anche per le regole di Basilea 2 che lasciano largo spazio alle agenzie di *rating*, già sul banco degli accusati nello scandalo Enron ma mai regolamentate e supervise.

³ La responsabilità della società, al suo interno, è regolata dai ruoli degli organi sociali e dei soggetti coinvolti nell'organizzazione. Il rinvio alla *best practice* del CoSO Report vede ribadita l'esigenza di una separazione fra responsabilità di gestione e di controllo. In particolare, essa propone la separazione delle funzioni di Chairman e di CEO. Il ruolo del Chairman non prevede responsabilità esecutive. Egli è il collegamento tra gli amministratori esecutivi e gli altri componenti del Board, favorisce la definizione delle strategie e il dialogo con gli azionisti. Un ruolo connotato dal funzioni di stimolo e supervisione più che di gestione. Nella realtà la separazione incontra molte resistenze, alcune società ricorrono alla figura del *lead director* per svolgere i compiti di coordinamento e di relazione suddetti, Il modello tradizionale del nostro ordinamento ben si adatta all'impostazione della *governance* indicata dal CoSO articolata nei ruoli di: presidente del CDA (coordinatore), amministratore delegato e/o Comitato Esecutivo (soggetti apicali della gestione aziendale), Amministratori non esecutivi rappresentanti di azionisti, Amministratori indipendenti e collegio sindacale (organo deputato alla vigilanza indipendente sull'osservanza delle regole di sana e prudente gestione). Le scelte strategiche sono elaborate dal CDA nel suo complesso, così da raccogliere le esperienze di tutti i suoi componenti, anche dei rappresentanti dei maggiori azionisti.

⁴ Il CoSO Report, è stato proposto in Italia nel 1997 – *Il sistema di controllo interno* Coopers & Lybrand (PricewaterhouseCoopers), ed. Il Sole 24 Ore – Esso è citato nella seconda metà degli anni '90 come *best practice* di riferimento dal Cadbury Code, dall'IME (ora BCE), dall'OCSE, dal Comitato di Basilea; solo per citare alcune autorevoli fonti regolamentari.

⁵ Le agenzie di *rating* non sono soggette ad alcuna supervisione indipendente e nemmeno sono diffusi standard di lavoro comuni. L'importante utilizzo dei giudizi delle agenzie nella struttura applicativa di Basilea 2 meriterebbe un'attenta valutazione di questo aspetto da parte delle Autorità creditizie.

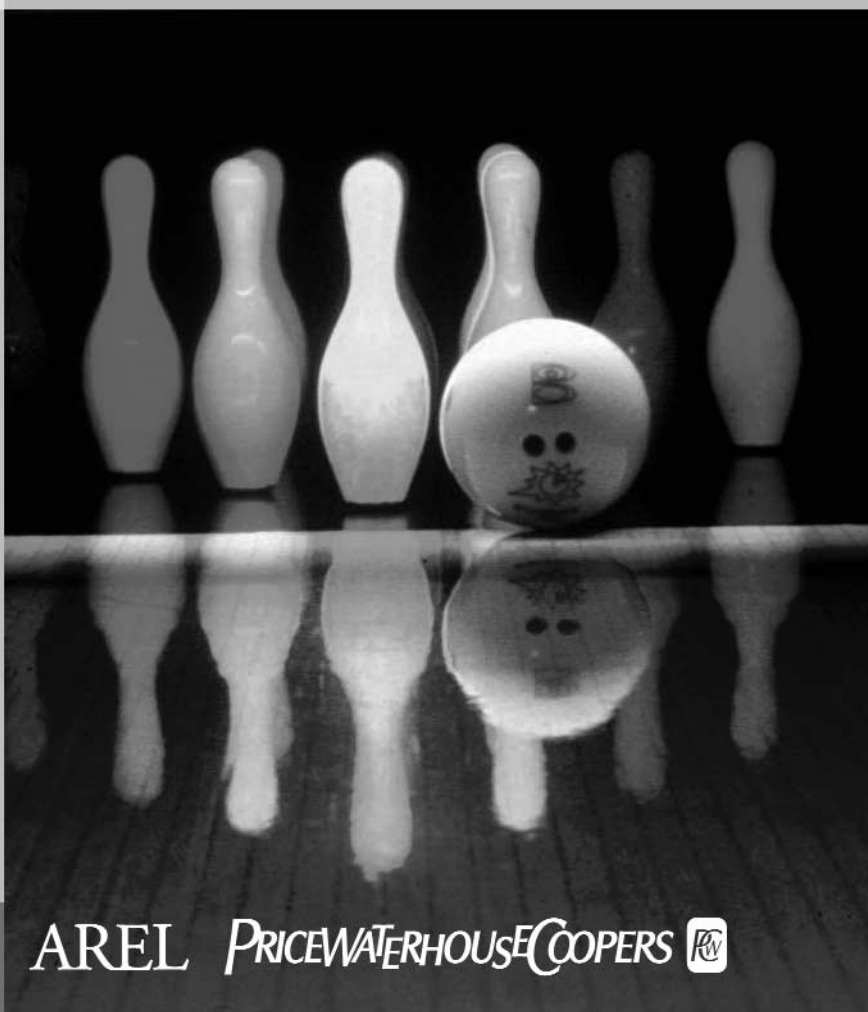
⁶ Si veda Corporate Governance Forum, Atti «Corporate Governance Oggi» Approfondimento, Milano 22 febbraio 2008.

⁷ *Il mercato Trasparente*. Carmine Di Noia pag. 499.

IL MERCATO TRASPARENTE

Corporate Governance Forum 1997-2007

a cura di Antonio Taverna
conclusioni di Roberto Pinza



il Mulino

AREL PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Finito di stampare nel mese di ottobre 2008
Grafica Cristal S.r.l., via Raffaele Paolucci, 12/14 - 00152 Roma