

## **Latte, lacrime (da cocodrillo) e sangue (dei risparmiatori): note minime sul caso Parmalat.**

1.- Il compiacimento con il quale si guardava, da questa sponda dell'Atlantico, agli scandali che hanno investito la *corporate America*, già vacillava dopo il “caso Cirio”; ed è stato brutalmente seppellito dal dissesto che ha travolto il gruppo Parmalat.

La vicenda Enron<sup>1</sup> e le altre ‘vergogne’ del capitalismo U.S.A. (WorldCom, ImClone, Adelphia, Global Crossing etc.) suonavano, secondo alcune voci particolarmente critiche nei confronti di modelli d'importazione<sup>2</sup>, a mo' di rivincita dei gruppi piramidali, del capitalismo familiare, insomma del modello italiano di governo societario. A veder bene, ci sarebbe stato margine per obiettare che l'immacolata fedina italiana (degli ultimi anni, s'intende) poteva voler dire almeno due cose: che il nostro capitalismo è immune dai comportamenti irregolari e criminali, che hanno innescato i sussulti statunitensi (oltranzismo ottimistico, che farebbe il paio con quello di chi s'industriasse a sostenere che il mancato decollo peninsulare della *products liability* deriva dal fatto che il *made in Italy* va esente da difetti); in alternativa, che quei comportamenti irregolari e criminali ricorrevano anche dalle nostre parti, ma sono stati routinariamente occultati sotto il tappeto delle carenze del sistema legale e di controllo, delle connivenze e, in fondo, anche della convinzione diffusa, nel tessuto sociale italiano, che gli illeciti compiuti nel mondo degli affari non siano poi così gravi. Ma ora, con buona pace dei difensori del modello nostrano di governo societario, abbiamo anche noi il nostro ‘buco nero’. E con i controfocchi!

Alle “orge di scatole cinesi”<sup>3</sup>, che già avevano connotato la vicenda Cirio, si aggiungono nel caso Parmalat, per quanto è dato sapere dalle cronache giornalistiche, episodi pochadistici, tra *bricolage* del documento contraffatto, fisico martellamento di *computers* e (tentato) interrimento di carte scottanti.

È ovviamente prematuro tentare una qualsiasi analisi che, con pretese di completezza e approfondimento, abbia ad oggetto in modo specifico la vicenda Parmalat. L'entità del dissesto e le

---

<sup>1</sup> Sul “caso Enron” e sulle riforme che lo hanno seguito negli U.S.A. si legga, ad esempio, J. C. COFFEE JR., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, settembre 2003, *working paper* disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); sulle diverse reazioni suscitate, rispettivamente, in U.S.A. dal caso Enron e in Europa da analoghi scandali v. L. ENRIQUES, *Bad Apples, Bad Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms*, in 38 Wake Forest L. Rev., 2003, p. 911.

<sup>2</sup> V., per un esempio fra i tanti, U. MATTEI e F. SARTORI, *Conflitto continuo. A un anno da Enron negli Stati Uniti e in Europa*, in *Politica del diritto*, 2003, p. 167.

<sup>3</sup> L'espressione è di M. ONADO, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta. Storie di ordinaria spoliazione di azionisti e obbligazionisti*, in questa *Rivista*, 2003, p. 501.

modalità dello scandalo impongono, tuttavia, qualche riflessione preliminare. Un primo punto sul quale questo breve commento si vuole soffermare attiene alle riforme che il dilagare dello scandalo sembra aver reso ineluttabili. Infatti, mentre scriviamo queste righe, e dopo qualche iniziale incertezza, sembra essere stata identificata la panacea di tutti i mali e le distorsioni che hanno, o avrebbero, consentito il dissesto del gruppo: il riassetto dei controlli sugli intermediari finanziari<sup>4</sup>.

Ciò che colpisce (ma in fondo neanche troppo) è la rapidità con cui, in taluni quartieri, si è radicato il convincimento, in cerca di elevazione a *communis opinio*, che pone quasi in secondo piano le malversazioni del *management* dell'azienda, per concentrare l'attenzione sull'inefficacia del *monitoring* esterno da parte delle banche e, di riflesso, sull'inefficacia dell'azione di controllo nei confronti degli istituti di credito. In meno di due mesi si è quindi arrivati alla preparazione di un testo di legge che dovrebbe ridisegnare l'assetto dei controlli, realizzando un significativo spostamento di competenze dalla Banca d'Italia alla Autorità per la tutela del risparmio (la c.d. "Super-Consob").<sup>5</sup>

A tale Autorità sarebbero trasferiti, anzitutto, il controllo sulla "trasparenza" nei rapporti tra banche e clienti (Titolo VI del Testo unico bancario), nonché i controlli sulle emissioni di strumenti finanziari in Italia, attualmente disciplinati dall'art. 129 del Testo unico bancario. Si tratta di normative che, per il vero, non sembrano aver dato buona prova di sé nella prospettiva della tutela dei risparmiatori: quante vedove e orfani hanno realmente compulsato i fogli informativi relativi ai prodotti bancari? Che, poi, ciò dipenda dal fatto che tali competenze fossero attribuite alla Banca d'Italia è cosa tutta da dimostrare.

Di particolare rilievo, poi, il trasferimento alla Super-Consob delle competenze in materia di raccolta del risparmio tra il pubblico e di emissioni di obbligazioni bancarie (rispettivamente artt. 11 e 12 del Testo unico bancario). È un trasferimento di competenze che va letto unitamente alle modifiche apportate a tali articoli dal decreto che ha inteso coordinare i testi unici bancario e della finanza con la riforma del diritto societario<sup>6</sup>. Si tratta di un banco di prova particolarmente interessante, idoneo a mettere in luce come forse questa riforma, anziché semplificare i controlli a beneficio della tutela del risparmio, possa talvolta complicare le cose. Un esempio: spetterà alla nuova Autorità disciplinare – in conformità delle deliberazioni del CICR-- l'emissione, da parte delle banche, delle obbligazioni non convertibili o convertibili in titoli di altre società, nonché degli strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni. Resta però confermata la competenza della Banca d'Italia in materia di stabilità degli intermediari: ivi compresa la competenza in materia di

---

<sup>4</sup> Il presente commento si sofferma sui meccanismi di prevenzione dei dissesti e sul sistema di controllo. Non si affronta, pertanto, il tema della gestione delle crisi delle grandi imprese, oggetto, com'è noto, di un apposito decreto legge (23 dicembre 2003, n. 347).

<sup>5</sup> Disegno di legge ("Interventi per la tutela del risparmio"), approvato dal Consiglio dei ministri.

<sup>6</sup> D. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37.

computabilità degli strumenti di raccolta emessi dalle banche nel patrimonio di vigilanza, che rappresenta ovviamente uno dei principali *driver* di tali emissioni. La raccolta bancaria sarà quindi soggetta, d'ora in poi, ad un duplice vaglio condotto, per un verso, alla luce della normativa emessa dalla nuova Autorità e, per altro verso, alla luce (a) dei criteri fissati dalla disciplina prudenziale della Banca d'Italia nonché, considerazione che non ci pare secondaria, (b) del vaglio caso per caso della Banca d'Italia in ordine alla computabilità degli strumenti di raccolta ai fini di *solvency*. Due ordini di controlli che insistono sulla medesima emissione si candidano a rappresentare una complicazione, presumibilmente foriera di “dialettiche” –così si chiamano a rigore di *bon ton*-- tra le autorità coinvolte.

La riforma proposta è, d'altronde, apparsa criticabile sotto un diverso profilo, là dove lascia inalterate le competenze dell'Isvap in materia di vigilanza sulle assicurazioni e della Covip in materia di vigilanza sui fondi pensione<sup>7</sup>. L'integrazione tra le tre forme di intermediazione finanziaria – bancaria, mobiliare e assicurativa – particolarmente significativa in Italia, dove prende le vesti del gruppo *multispecialist*,<sup>8</sup> avrebbe forse reso auspicabile, nel quadro del ridisegno dell'assetto dei controlli sul sistema finanziario, uno spostamento delle competenze su assicurazioni e fondi pensione alla Banca d'Italia, nella prospettiva della stabilità, e alla nuova Autorità, per quanto attiene alla trasparenza dei rapporti contrattuali.

In definitiva, tuttavia, ancor prima che le scelte di merito effettuate con il decreto di riforma, a suscitare perplessità è l'idea di fondo che il caso Parmalat sia stato determinato dall'assetto dei controlli e dalle modalità di esercizio dei poteri affidati alle autorità di vigilanza sul sistema bancario. L'ipotesi concettuale che appare sorreggere quest'impianto è che il dissesto della Parmalat sarebbe da ascrivere in misura significativa all'incapacità dell'attuale sistema di evitare che il gruppo si trasformasse in un *serial bond issuer*<sup>9</sup>, in danno dei risparmiatori. A noi pare che, di per sé, focalizzare l'attenzione sulle emissioni obbligazionarie induca ad adottare una prospettiva alquanto parziale; equivalga, cioè, a concentrarsi su uno degli effetti, se si vuole, di comportamenti, prassi e carenze che forse vanno rintracciati a monte.

Su un piano più generale, inutile nascondersi dietro un dito, la ricerca del *villain* di turno ha un'ovvia valenza salvifica (e, magari, un non disprezzabile tornaconto politico). Ma, per chi non si lasci prendere la mano da sollecitazioni emotive, rimane l'impressione che, anche dando per scontata l'esistenza di carenze della rete dei controlli, una riforma della vigilanza sul sistema

---

<sup>7</sup> Si legga M. Onado, *Audizione*, Commissioni riunite 6<sup>a</sup> “Finanze e Tesoro” e 10<sup>a</sup> “Industria, Commercio e Turismo” del Senato della Repubblica e VI “Finanze” e X “Attività Produttive, Commercio e Turismo” della Camera dei Deputati, nell'ambito dell'Indagine conoscitiva su “I rapporti fra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio”, 17 febbraio 2004.

<sup>8</sup> V. la letteratura citata da M. Onado, *Audizione*, cit. alle pagg. 10 e 11.

finanziario meriti un maggiore approfondimento, anche per rimuovere le imprecisioni che, forse inevitabilmente, sono emerse nel corso del concitato dibattito che è seguito ai fatti.

Si è così letto che il dissesto del Gruppo era già scritto nella Centrale dei Rischi, mentre in realtà la CR, per le regole che sovrintendono al suo funzionamento, presenta limiti molto precisi, primo fra tutti la sua inidoneità a catturare l'esposizione *cross-border* di un gruppo<sup>10</sup>.

Particolarmente sintomatica del clima di riformismo emergenziale che pervade il dibattito è la tranquillità con cui si è agganciato al tema Parmalat quello –del tutto estraneo alla dinamica della vicenda-- dell'allocazione delle funzioni antitrust sul sistema bancario. Beninteso, è senz'altro legittimo ritenere che le funzioni di controllo sulla concorrenza nel settore bancario debbano essere trasferite all'AGCM. Meno legittimo, forse, tralasciare le ragioni teoriche che pur sussistono e che hanno militato, a suo tempo, a favore dell'attribuzione alla Banca d'Italia del ruolo di autorità antitrust nel settore bancario; d'altra parte, la possibile validità di tali ragioni teoriche appare rafforzata anche dalla constatazione che in altri paesi, gli U.S.A. *in primis*, le autorità di vigilanza sul sistema bancario giocano un ruolo di rilievo nel controllo sulla concorrenza. Si afferma invece, in modo alquanto apodittico, che il controllo sulla stabilità è incompatibile con il controllo sulla concorrenza: un'autorità che abbia a cuore la stabilità inclinerebbe, quasi per forza di cose, a sacrificare l'anelito ad una sana ruvidità del mercato. Il tutto in un momento nel quale, al contrario, l'evoluzione internazionale della regolamentazione bancaria sottolinea sempre più il nesso tra stabilità e concorrenza. Il ruolo disciplinare svolto dal mercato nei confronti delle banche e degli altri intermediari è uno dei tre pilastri sui quali poggia il "Nuovo Accordo di Basilea" sul capitale. L'Accordo muove dal presupposto che il mercato produce quotidianamente, attraverso il meccanismo del prezzo, stimoli disciplinari nei confronti del *management* degli intermediari, selezionando, nel lungo periodo, gli intermediari in grado di gestire in modo efficiente i rischi insiti nell'attività bancaria. Le riflessioni più avanzate, in altre parole, riconoscono la complementarità tra concorrenza e stabilità: un mercato concorrenziale è un mercato popolato da organismi stabili.<sup>11</sup>

Ovvia obiezione: il processo di selezione differenziale opera anche attraverso la crisi dell'impresa. Tuttavia, per ridurre i costi sociali prodotti dalla crisi dell'impresa bancaria, l'ordinamento appronta un sistema di regole peculiari per la gestione del dissesto, chiudendo così il cerchio del rapporto concorrenza-stabilità. Si può discutere della validità di quest'impostazione; ma, appunto, occorrerebbe discutere, non dare per acquisito il risultato della discussione. Non foss'altro perché,

---

<sup>9</sup> Traiamo l'espressione dall'articolo *on line Parmalat Lawyer Mired in Scandal*, del 12 gennaio 2004, pubblicato da *IFLR Week*.

<sup>10</sup> Sulla *ratio* e sul funzionamento della Centrale dei Rischi si veda R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, 3 ed., Bologna, 2001, p. 510.

anche ad ammettere che la cultura della concorrenza abbia stentato ad affermarsi come priorità critica nelle valutazioni della banca centrale, saremmo in presenza di una circostanza contingente, propiziata da un retaggio storico, e non di un'incompatibilità concettuale.<sup>12</sup>

2.- A noi pare, ad ogni buon conto, che, prima di cercare responsabili *fuori* delle società, sarebbe doveroso interrogarsi con maggiore rigore su cosa è successo *dentro* il gruppo coinvolto; occorrerebbe, cioè, (sforzarsi di) individuare i possibili interventi che consentano di incrementare l'efficacia del sistema dei controlli interni, atti a ridurre al minimo il pericolo di frodi e, dunque, di allargare lo spettro di analisi, anche per evitare che, realizzata una riforma dei meccanismi deputati alle verifiche dall'esterno, si tralascino del tutto le altre leve sulle quali bisogna pur agire<sup>13</sup>. Al di là di ogni possibile ruolo del sistema bancario, la sistematica falsificazione dei bilanci non poteva aiutare l'incisività dello scrutinio del merito creditizio degli intermediari. Riconosciamolo: è del tutto fuori luogo ravvisare un nesso tra il dissesto del gruppo Parmalat e la riforma dei reati societari, in particolare, del reato di false comunicazioni sociali; ma non sfugge neppure a chi voglia chiudere gli occhi con pervicace ostinazione come la citata riforma muova in una direzione –a tutto concedere-- eccentrica rispetto a quanto fatto, ad esempio, negli U.S.A. con il *Sarbanes-Oxley Act*. In sostanza, la riflessione sull'assetto dei controlli sul sistema finanziario, già in atto ben prima del materializzarsi dello scandalo Parmalat<sup>14</sup>, dovrebbe accompagnarsi ad un'attenta riflessione sul

---

<sup>11</sup> Per i riscontri in termini di analisi economica - sia teorica, sia empirica - si veda, *ex plurimis*, E Carletti e P. Hartmann, *Competition and Stability: What's special about Banking*, maggio 2002, ECB *working paper* disponibile sui siti [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) e [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

<sup>12</sup> Concettualmente incompatibile, invece, con la finalità di tutela della concorrenza è la previsione - transitata nell'art. 29, comma 2, del citato ddl - dell'autorizzazione dell'AGCM per l'acquisizione di *qualunque* partecipazione (non necessariamente di controllo) nel capitale di banche che conduca alla titolarità di più del 5% dei diritti di voto (arg. ex art. 19 del Testo Unico Bancario). Ove, infatti, si resti fuori dalle fattispecie rilevanti ai fini del controllo antitrust sulle concentrazioni, il *placet* sulle modificazioni (di rilievo) negli assetti proprietari delle banche si spiega unicamente alla luce dell'esigenza di garantire la c.d. "sana e prudente gestione" e dunque, in ultima analisi, la stabilità dell'impresa bancaria. Sì che, in tale contesto, aggiungere al requisito dell'autorizzazione della Banca d'Italia anche il benessere (vincolante!) dell'AGCM sembra - quanto meno - penalizzare immotivatamente l'industria bancaria rispetto a tutti gli altri settori dell'economia (che non conoscono un controllo antitrust sulle partecipazioni eccedenti la soglia del 5% dei diritti di voto); senza contare che di autorizzazioni di tal fatta non v'è traccia nelle principali legislazioni antimonopolistiche del globo. Questa ed altre "sbavature" del nostro legislatore *in pectore* sembrano testimoniare proprio quella fretteolosità - denunciata nel testo - con cui si è inteso metter mano a una materia, in realtà, assai delicata.

<sup>13</sup> Come osservato da Mario Sarcinelli, "[...] il mondo della finanza è una realtà di mercato in accelerata evoluzione dalle molteplici dimensioni; richiede, perciò, per il suo 'controllo' un insieme di principi, tecniche e vincoli che non si esauriscono in quelli, imposti dall'esterno, della regolamentazione, della supervisione e della sanzione. Un *regulatory regime*, oltre alle citate regole, annovera le attività di monitoraggio e supervisione, le strutture degli incentivi cui sono esposti i risparmiatori- investitori, gli intermediari, gli emittenti o prenditori di credito e le stesse agenzie di vigilanza, la disciplina di mercato che si estrinseca in particolare attraverso il monitoraggio dei comportamenti manageriali, la struttura e sul funzionamento del governmento societario di chi concede credito come di chi lo prende, le modalità d'intervento nel caso la crisi minacci di generalizzarsi, i meccanismi di rendicontazione da parte delle agenzie di supervisione e per la correzione dei loro comportamenti", (M. SARCINELLI, *Tutela globale*, in *Il Sole- 24 Ore* del 9 gennaio 2004, p. 1.

<sup>14</sup> Si veda, ad esempio, C. DI NOIA e L. PIATTI, *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, in Consob - *Quaderni di finanza*, Roma, 1998 (è opportuna una riforma dei controlli sul sistema finanziario che assegni a tre autorità distinte gli obiettivi della stabilità, trasparenza e correttezza, concorrenza).

fallimento di un modello di governo societario asfittico. Commentatori autorevoli hanno sottolineato la rilevanza delle specificità del capitalismo italiano nel dissesto dell'azienda di Collecchio<sup>15</sup>. Gli autori del presente commento hanno già denunciato le controindicazioni di un assetto di governo societario incentrato sull'uso esasperato dei gruppi piramidali, dei quali sono (dovrebbero essere) noti i limiti<sup>16</sup>. In assenza di una cornice legale che limiti la possibilità dei controllanti di estrarre benefici privati dal controllo, il gruppo piramidale riesce mirabilmente a concentrare i difetti tanto della proprietà diffusa (poiché il controllante ha il potere di disporre dei capitali degli investitori esterni), quanto della proprietà concentrata (poiché il controllante è esente dalla minaccia di scalate ostili). L'estrazione di benefici privati dal controllo può prendere forme che vanno dalla designazione in ruoli di responsabilità di persone vicine non pienamente qualificate, fino all'appropriazione *tout court*. Sotto tale profilo, il dissesto Parmalat mostra, a quanto è dato sapere, una spiccata propensione verso il secondo estremo, attraverso la sistematica alterazione dei bilanci, nonché l'utilizzo di catene societarie non solo e non tanto per incrementare la leva piramidale e consentire la crescita dimensionale dell'impresa, quanto piuttosto per fare di talune società la sentina dei fallimenti imprenditoriali del gruppo.

Rispetto a comportamenti di tale rilevanza soccorre, anzitutto, la norma penale. Non va però trascurato, per questo come soprattutto per casi meno gravi, la rilevanza del sistema di norme che delinea l'assetto di governo societario dell'impresa. Già in tale prospettiva il discorso deve, sotto un diverso profilo, spostarsi sul piano internazionale. Non ha molto senso parlare del dissesto del gruppo Parmalat come di un qualcosa di puramente italiano. Il gruppo, per dirne una, aveva anche *American Depositary Receipts* quotate presso il NYSE<sup>17</sup>. Le carenze dei controlli vanno quindi cercate anche ad altri livelli; e la risposta, di riflesso, deve partire anche da quegli altri quadranti, primo tra tutti quello comunitario<sup>18</sup>. Anche qui, nulla di magico; gli autori di questo commento hanno avuto modo di avvertire circa la necessità della massima cautela nell'adozione di normative comunitarie nel campo del diritto societario. Cautela non significa, tuttavia, che di direttive non si debba parlare, quanto meno per costruire un *level playing field* all'interno del quale consentire agli Stati di sperimentare soluzioni normative diverse.

---

<sup>15</sup> Si legga T. PADOA SCHIOPPA, intervistato per Il Sole – 24 Ore del 9 gennaio 2004, secondo il quale “di specificità italiane [rispetto agli scandali Enron, Vivendi, Ahold] peraltro ce ne sono. Soprattutto quella di imprese che diventano grandi conservando una struttura di tipo familiare, con un assetto proprietario rimasto a metà strada tra la *public company* e l'impresa familiare” (l'intervista è pubblicata sotto il titolo: “È l'ora delle authority gemelle”).

<sup>16</sup> R. PARDOLESI, A. PORTOLANO, *All'ombra delle piramidi: appunti su Opa, governo societario e concorrenza tra ordinamenti*, in *Mercato concorrenza regole*, 2002, p. 67.

<sup>17</sup> Si veda *Parma Splat*, in *The Economist*, 17 gennaio 2004, p. 51.

<sup>18</sup> Il che non vuol dire che nulla si sia mosso sul piano europeo e basti in proposito pensare al *Report of the High level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 4 novembre 2002, e alla Comunicazione della Commissione del 25 maggio 2003, avente ad oggetto “*Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union*”. Entrambi i documenti sono reperibili presso il sito Internet [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)

3.- È d'obbligo, prima di procedere oltre, uno sguardo all'altra sponda dell'Atlantico. Fugata, infatti, ogni residua inclinazione a ritenere la *corporate governance* europea al riparo da fenomeni di "Enronite", i recenti scandali finanziari statunitensi e l'ampio dibattito che ne è seguito rappresentano un utilissimo bagaglio di conoscenze con cui confrontarsi. Delle peculiarità della *corporate governance* italiana, anzi delle sue pecche rispetto al (celebrato/abborrito) modello della *public company* anglo-americana, si è appena accennato. Eppure, qualunque riflessione sul caso Parmalat dovrebbe soffermarsi sulle analogie, prima che sulle differenze, tra finanza d'impresa c.d. "all'italiana" e i connotati a stelle e a strisce della finanza globale.

Due circostanze militano a favore di questa impostazione. Primo, il gruppo Parmalat attingeva risorse finanziarie dai mercati piuttosto che dagli intermediari (*id est*, emettendo propri titoli, in larghissima parte obbligazionari, anziché far ricorso al credito bancario). Secondo --e non a caso--, tali risorse sono state raccolte per parte significativa (si parla di almeno 1/4 del "buco" stimato) presso il più ampio mercato finanziario del mondo, avvalendosi delle migliori banche d'affari internazionali: l'uno e le altre sono situati negli Stati Uniti d'America.

La finanza c.d. "di mercato" si dà delle regole piuttosto precise, di fonte giuridica o autoregolamentare; talora esse discendono addirittura da convenzioni implicite tra soggetti destinati a interagire ripetutamente nel tempo (c.d. *social norms*).<sup>19</sup> Il problema di fondo dello scambio finanziario, quello cioè della salvaguardia delle risorse date a prestito, è infatti acuito dalla impersonalità dei rapporti tra datore e prenditore delle risorse medesime. Di qui la necessità di una disciplina dell'emittente dei titoli, nel senso della trasparenza e attendibilità delle informazioni rese al mercato; di una disciplina di chi decide della gestione dell'impresa, nel senso della fedeltà dei comportamenti rispetto a chi vi metta a disposizione le risorse finanziarie; di una disciplina di chi è chiamato a verificare, certificare quella trasparenza e quella fedeltà, nel senso dell'indipendenza e nell'accuratezza dei controlli; di una disciplina, infine, di chi fa da *trait d'union* tra imprenditori e investitori, restituendo a questi ultimi un quadro decisionale semplificato, quando non addirittura guidato, per effetto di una specifica *expertise* professionale. È bene però non dimenticare che questo reticolo disciplinare accede a un'architettura complessa di trasformazione delle informazioni sulla gestione dell'impresa in coerenti disposizioni di acquisto e di vendita (i prezzi!) dei relativi strumenti di finanziamento. Lo stesso reticolo s'innesta su un sistema di incentivi che orienta il comportamento di ciascuno dei soggetti disciplinati, con il dichiarato obiettivo di correggerne le potenziali distorsioni. Regole e incentivi concorrono, insieme, a delineare il quadro della finanza d'impresa sul mercato dei capitali. Sì che la radiografia del caso Parmalat non può appuntarsi sui

malfunzionamenti delle regole, passando sotto silenzio gli incentivi che hanno presieduto ai comportamenti negligenti, scorretti o fraudolenti. Sotto quest'ultimo profilo, e senza pretesa di abbozzare nulla più che qualche considerazione approssimativa, meritano separata attenzione almeno tre categorie di attori: imprenditore, controllori e investitori.

4.- Il ruolo dell'imprenditore nel caso Parmalat rappresenta probabilmente la primaria caratteristica differenziale rispetto ai recenti scandali finanziari d'oltreoceano. La grande impresa italiana è, infatti, caratterizzata da un socio, o una famiglia, saldamente al timone della società: il controllo di quest'ultima - in gergo - non è contendibile. Motivazioni ed effetti di assetti proprietari concentrati nella grande impresa sono ampiamente (ancorché tutt'altro che univocamente) documentati in letteratura.<sup>20</sup> In questa sede, mette conto tuttavia sgombrare il campo da due ordini di equivoci. Il primo è che la sostituzione di un socio di controllo al prepotere dei *managers* della *public company* faccia venir meno la pressione sui risultati e, con essa, la tentazione di truccare le carte. Il secondo, tutto sommato speculare al precedente, è che l'assenza di *market discipline*, conseguente alla stabilità del controllo azionario, lasci di per sé al socio-padrone piena libertà di (e dunque moltiplichi l'incentivo a) espropriare non solo gli altri azionisti dei profitti di loro spettanza, ma anche i creditori (per lo più obbligazionisti) di buona parte del capitale dato a prestito. Pur riconoscendo il diffuso problema dell'espropriazione degli azionisti di minoranza nelle società quotate italiane (testimoniato, se non altro, dalla misura del premio di controllo, tra i più alti nel mondo),<sup>21</sup> il caso Parmalat non sembra riconducibile a una mera dinamica del tipo "prendi i soldi e scappa": non foss'altro perché nessuno sembra essere scappato né - a quanto consta - v'è traccia di "bottini" di una qualche consistenza.

Quale, allora, il senso di una storia –si dice- più che decennale di distrazioni patrimoniali e raggiri contabili? Le motivazioni possono essere, e senz'altro si riveleranno, molteplici. Tra queste ci sembra però plausibile ipotizzare sin d'ora una versione, per così dire "nostrana", dell'ansia da risultati. È vero, infatti, che lo stabile azionista di controllo - poiché al riparo dal rischio di scalate ostili - va per lo più indenne dallo *short termism* che apparentemente connota, invece, la condotta dei *managers* della *public company* statunitense. Tuttavia, il ricorso massivo al finanziamento obbligazionario sottopone il socio di controllo ad altra forma di *market discipline*: la necessità di rinnovare, prima o poi, le fonti di finanziamento. Stando così le cose, il mercato non può essere

---

<sup>19</sup> Una eccellente *summa* sull'argomento è contenuta negli atti del simposio su *Norms and Corporate Law*, 149 U. Pa. L. Rev., June 2001, no. 6.

<sup>20</sup> Per un sintetico *excursus*, cfr. M. Becht e C. Mayer, *Introduction*, in F. Barca e M. Becht, *THE CONTROL OF CORPORATE EUROPE*, Oxford, 2001.

<sup>21</sup> Sul punto v., da ultimo, A. Dyck e L. Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, NBER W.P. n. 8711 (2002)



deluso. E, con l'insorgere delle prime difficoltà, fa senz'altro premio al socio di controllo caldeggiare una contabilità meno impietosa e trasferimenti di liquidità a favore delle *subsidiaries* più bisognose; in attesa di quei "tempi migliori" che il più delle volte non arrivano mai.<sup>22</sup> Per questa via, non è difficile raggiungere assai presto il punto di non ritorno, al di là del quale non si tratterà più soltanto di rinunciare al sogno di un impero finanziario multinazionale o - come nel caso della *public company* - alla poltrona di amministratore delegato; sarà, piuttosto, questione di perdere la *propria* impresa, l'impresa di famiglia, il lavoro di tre generazioni.

Oltre quel punto, ce n'era abbastanza - crediamo - perché il nostro imprenditore fosse disposto a rischiare il tutto per tutto.

5.- Come l'appena descritta dinamica possa essere sfuggita al sospetto di tutti, o quasi, è altra storia. Tentare di comprenderla impone di interrogarci circa l'efficacia dei controlli interni ed esterni sull'operato degli amministratori, espressione - nel capitalismo italiano - dell'interesse dell'azionista di maggioranza. A questo riguardo, merita anzitutto attenzione la circostanza che la *governance* delle società quotate italiane si fosse già da tempo dotata - sia pur su base autoregolamentare - di un modello di controllo interno di stampo nordamericano. Si fa riferimento al ruolo dei c.d. amministratori indipendenti e, in particolare, a quelle partizioni del *board of directors* (comitati) che se ne avvalgono per lo svolgimento delle funzioni più "delicate": tra queste, principalmente, la fissazione dei compensi degli amministratori e la materia dei controlli contabile e sulla gestione.

La Parmalat finanziaria S.p.A., società del MIB 30, non poteva sottrarsi al confronto con il Codice di Autodisciplina delle Società Quotate. E, così, basta scorrere l'ultima relazione sul sistema di *corporate governance* pubblicata dalla società per trovarvi una pluralità di elementi a prima vista rassicuranti: amministratori indipendenti, comitato di remunerazione, comitato per il controllo interno.<sup>23</sup> Una testimonianza --come negarlo?-- di buona volontà. L'adesione al codice è infatti raccomandata, non imposta. Tuttavia, la circostanza che *tutte* le società quotate italiane dichiarino di aderirvi rende, per ciascuna di esse, puramente teorica la possibilità di rifiutarne *apertis verbis* le raccomandazioni: il mercato non lo perdonerebbe. Questa la teoria. Se si leggono, però, un po' più attentamente le (appena) 16 pagine della relazione Parmalat sulla propria *governance*, si scopre come l'adesione al codice di *best practices* fosse, in realtà, per lo più formale. Dei 13 componenti del CdA solo tre venivano qualificati come indipendenti e cinque come "non esecutivi": peccato che uno di questi ultimi facesse parte proprio del comitato... esecutivo! Quel che più conta, il comitato

---

<sup>22</sup> Per l'omologa dinamica riferita ai *managers* della *public company* statunitense, cfr. D. Langevoort, *Managing the "Expectations Gap" in Investor Protection: The SEC and the Post-Enron Reform Agenda*, 48 Vill. L. Rev., 2003, p. 1149.

<sup>23</sup> La relazione è reperibile in Internet, sul sito della Borsa Italiana S.p.A., tra i documenti relativi alla Parmalat.

di controllo interno (preposto, tra l'altro, alla gestione dei "rapporti con la società di revisione" - par. 10.1 del Codice di Autodisciplina) risultava formato da un solo amministratore indipendente e due membri del comitato esecutivo; uno di essi era proprio il direttore finanziario (C.F.O.), oggi ritenuto la "mente" degli artifici e delle frodi contabili.

Del senno di poi, si sa, sono piene le fosse. Piuttosto, vien fatto di chiedersi perché le elementari circostanze appena cennate fossero, a suo tempo, sfuggite a un mercato imperdonabilmente "distratto". Anticipando alcune considerazioni che andremo a svolgere tra un momento, riteniamo che la più parte degli investitori non si prenda la briga neanche di leggere certe relazioni, figuriamoci di confrontarle con un codice di autodisciplina di cui si ignora, se non l'esistenza, certamente il contenuto. Mentre, per quanto riguarda gli operatori che contano, quelli che possono ben essere accreditati di *expertise* e incentivi a vederci chiaro, la circostanza che nessuno di essi abbia (a tempo debito e non, ovviamente, a cose fatte) gridato allo scandalo testimonia probabilmente lo scarso affidamento riposto dai professionisti della *securities industry* sulla reale indipendenza dei controlli interni.

Muovendoci proprio lungo questa traiettoria, ma guardando oltreoceano, veniamo a scoprire che il ruolo degli amministratori indipendenti nel governo societario aveva già mostrato i suoi limiti in terra d'origine. Tant'è che, all'indomani del caso Enron (e degli altri scandali finanziari che vi hanno fatto seguito), non pochi commentatori statunitensi avevano posto in dubbio la loro idoneità ad assicurare una vera indipendenza di giudizio rispetto al *management*, e quindi ad asseverare -in ipotesi di conflitto d'interessi- la lealtà di quest'ultimo nei confronti degli azionisti della *public company*.<sup>24</sup> Quando già, per inciso, l'ipotesi che la presenza di *outside directors* nel *board* potesse addirittura migliorare la *performance* aziendale era stata clamorosamente smentita dall'analisi empirica.<sup>25</sup> Eppure, la riforma del sistema dei controlli societari realizzata negli U.S.A. mediante il *Sarbanes-Oxley Act* dedica ampio spazio al rafforzamento proprio del ruolo degli amministratori indipendenti: ad esempio, esso prevede che solo gli *independent directors* possano gestire la nomina, la revoca e il controllo sull'operato delle società di revisione, sedendo in apposito comitato (*audit committee*) dotato di piena autonomia decisionale rispetto al *board*.<sup>26</sup> E, così pure, numerose testimonianze della fiducia riposta dai *regulators* nella figura dell'amministratore indipendente si riscontrano qua e là nel tam-tam delle iniziative normative a livello comunitario.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> V., ad esempio, L. Ribstein, *Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud*, Settembre 2002 (*working paper* disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)), p. 29 ss. del dattiloscritto. Più in generale, cfr. S. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, p. 223 ss.

<sup>25</sup> S. Bhagat e B. Black, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 J. Corp. L., 2002, p. 231 ss.

<sup>26</sup> Cfr. *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, § 301 (che diventerà il §10A(m) del *Securities Exchange Act* del 1934).

<sup>27</sup> Sul punto, si vedano esemplificativamente i documenti citati *supra*, alla nota 18.

A scanso di equivoci, conviene allora mettere a fuoco, sia pur a grandi linee, i termini della questione circa i limiti del ruolo degli amministratori indipendenti nella *corporate governance*. Da un lato, esiste uno strutturale e, presumibilmente, insuperabile *trade-off* tra indipendenza dei controllori e accuratezza del monitoraggio: quanto dire che agli amministratori realmente indipendenti dal potere di governo delle decisioni aziendali è normalmente precluso l'accesso all'informazione che conta, quando non si arriva addirittura a rendere loro un'informazione distorta (idonea a soddisfare le aspettative degli investitori o degli altri *stakeholders* che essi dovessero eventualmente rappresentare).<sup>28</sup> D'altro lato, a prescindere dalla precisione dei criteri di qualificazione, l'indipendenza dell'amministratore tende ad essere di per sé viziata dalla prossimità agli altri componenti del *board* e, dunque, al *management* che, nella *public company*, ne controlla normalmente l'elezione.<sup>29</sup> Cosicché l'unico incentivo ascrivibile all'*independent director* - quello al mantenimento del prestigio della carica, nonché dello stipendio - viene ad essere inevitabilmente condizionato da una prospettiva di cooptazione da parte di soggetti che si qualificano, in ogni caso, come *insiders* di questa o di quell'altra società; ciò che, a sua volta, impone una generica direttiva di solidarietà con le scelte dei *managers* (o dei soci di controllo di cui essi costituiscono espressione), con l'unico limite della salvaguardia della propria reputazione professionale.

Con questo non s'intende suggerire l'inutilità, o quasi, degli amministratori indipendenti; tutt'altro. Lo testimonia il fatto che, mentre Parmalat si sta rivelando per lo più uno scandalo di carte false (così da riecheggiare Totò ne "La banda degli onesti"...), l'architettura di Enron aveva richiesto alle migliori ingegnerie contabili di spremersi le meningi, proprio al fine di superare lo scrutinio di un *audit committee* composto da personalità di prestigio e competenza indiscussi. Come dire che indipendenza e competenza dell'*outside director* innalzano, se non altro, il costo delle frodi contabili, senza però poterle evitare sempre e comunque. Questa non è certo cosa da poco. Non abbastanza, tuttavia, da consentirci troppe illusioni: che ciò si debba ad un incolmabile *gap* informativo rispetto a chi controlla la gestione della società, o piuttosto ad una naturale inclinazione alla solidarietà con gli altri membri del *board*, l'amministratore indipendente non è in grado di garantire da sé la fedeltà dei comportamenti del *management*.

Ciò precisato, è il caso accennare - quel tanto che basta - a un paio di specificità del diritto e del governo societario italiano, che potrebbero rivelare inaspettate potenzialità virtuose rispetto alle smagliature fin qui esaminate del capitalismo finanziario di matrice anglosassone. Sempre che, beninteso, tali potenzialità si voglia sfruttare per davvero. Sfortuna (o, magari, malgoverno) vuole

---

<sup>28</sup> D. Langevoort, *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms and the Unintended Consequences of Independence and Accountability*, 89 Geo. L.J., 2001, p. 797 ss.

<sup>29</sup> J. Macey, *A Pox on Both Your Houses: Enron, Sarbanes-Oxley and the Debate Concerning the Relative Efficacy of Mandatory versus Enabling Rules*, 81 Wash. U. L.Q., 2003, p. 341.

che la nostra grande impresa quotata sia controllata stabilmente da un azionista di maggioranza. Ciò consente, tuttavia, di individuare - se non altro, per differenza - l'interesse antagonista. Di qui a stabilire che a tale interesse deve rispondere il sistema dei controlli interni di lealtà della gestione e di fedeltà della sua rappresentazione (anche, ma non solo) contabile, il passo sembrerebbe breve, se non addirittura scontato. In fondo, basta affiancare ai requisiti d'indipendenza (dalla maggioranza) meccanismi di elezione e di fissazione dei compensi che allineino l'interesse dei controllori a quello degli azionisti-investitori (di minoranza); e magari - perché no? - anche a quello dei portatori di altro genere di strumenti finanziari.

Rinviando a una sede più consona l'esame delle opportunità sotto questo profilo offerte e mancate dalla recentissima riforma del diritto societario, conviene notare come qualche (pur timido) passo nella direzione appena individuata fosse stato già mosso tempo addietro con il T.U.I.F., segnatamente prevedendo l'elezione da parte della minoranza di almeno un componente del collegio sindacale. Peccato che la maggioranza del collegio resti sempre saldamente in mano all'azionista di controllo e che (per le ragioni poc'anzi esaminate con riguardo agli amministratori indipendenti) nessun organo possa servire due padroni! Senza tralasciare - e qui l'evidenza empirica affossa ogni qualità redimente-- che “nelle imprese che si rivolgono al mercato dei capitali per ottenere finanziamenti, e che per questa ragione presentano compagni sociali molto variegati, troppo spesso manca un esponente indicato dagli azionisti non di controllo”<sup>30</sup>. Meglio, allora, rompere gli indugi e delineare un sistema di *accountability* dell'organo di controllo che *escluda* ogni riferibilità alla maggioranza che nomina gli amministratori che decidono. Non che quella ipotizzata possa ritenersi un'operazione indolore. Essa impone, anzitutto, di fare i conti con i noti problemi di azione collettiva dei piccoli investitori e con l'apatia razionale che li caratterizza, quindi di interrogarsi circa incentivi e capacità di coagulare gli interessi delle minoranze da parte degli investitori istituzionali. Prescrive, in secondo luogo, di calibrare attentamente i poteri di ingerenza dell'organo di controllo negli *interna corporis*, così da alimentare il necessario flusso informativo senza peraltro consentire interferenze di sorta nei processi decisionali della gerarchia aziendale. Necessita, infine, di un coordinamento (che si può immaginare tutt'altro che agevole) con la pluralità di opzioni in tema di modelli di amministrazione e controllo ora offerte dal diritto societario (ed è lecito nutrire più d'una perplessità circa l'eventuale ruolo delle minoranze nell'elezione del consiglio di sorveglianza piuttosto che del collegio sindacale). Una cosa, tuttavia, è certa: una volta superate

---

<sup>30</sup> Così G. CAMMARANO, Pres. Assogestioni, Audizione innanzi alle Commissioni riunite VI (Finanze) e X (attività produttive, commercio e turismo) della Camera dei Deputati, e VI (Finanze e tesoro) e X (Industria, commercio e turismo) del Senato della Repubblica, 5 febbraio 2004, p. 7 (del transcript). L' inconveniente è dovuto al fatto che “il meccanismo del voto di lista, attualmente imposto per la sola elezione dei componenti il collegio sindacale, ma che dovrebbe essere esteso anche ai componenti il consiglio di amministrazione, comunque presenta *quorum* minimi troppo elevati, tali da ostacolare di fatto la presentazione delle liste”.

tutte queste difficoltà, all'organo di controllo indipendente, anzi antagonista rispetto alla maggioranza assembleare andrebbero senz'altro affidati la nomina e il controllo sull'operato della società di revisione.<sup>31</sup>

6.- Appena a ridosso di queste considerazioni si prospetta un altro, inquietante interrogativo: dov'erano, mentre si andava consumando (in un tempo che tutto lascia intendere assai prolungato) gli orrori di Collecchio, i revisori? La risposta è ovvia. Erano al loro posto. Che stessero poi facendo il loro mestiere, questa è tutt'altra storia.

La professione è in crisi, lo si legge dovunque, da almeno tre lustri. Solo che la natura della crisi è, a giudicare dalla traiettoria statunitense, quanto meno ondivaga. All'inizio degli anni '90, si levò un grido di dolore che puntava nella direzione della sovraesposizione risarcitoria degli *auditors*, chiamati, a mo' di tasca profonda, a fronteggiare massive *class actions* in qualità di *secondary defendants*, particolarmente appetibili in vista dell'ormai acclarata incapacità delle società cui avevano prestato i propri servizi. Non solo, si protestava, la loro 'colpa' --non aver scoperto e segnalato frodi manageriali, buchi di bilancio ed altre magagne-- era ben più lieve di chi ne aveva tratto diretto profitto; ma, a fronte della prospettiva di un contenzioso dai costi faraonici, si materializzava anche il rischio di dover andare a transazioni onerose persino per iniziative al limite della temerarietà. Almeno uno degli allora *Six Bigs* rimase sul campo. E la campagna di esecrazione per uno stato di cose così devastante diede frutti vistosi. Alcune pronunce della Suprema Corte e, soprattutto, il *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995, seguito dal *Securities Litigation Uniform Standards Act* del 1998, concorsero a ridurre l'esposizione risarcitoria dei revisori: il segno più tangibile fu la sostituzione del principio di solidarietà con quello di responsabilità parziaria, che chiamava le società di revisione a rispondere solo *pro rata*, per la quota parte di danni che, in base all'*apportioning*, fosse loro concretamente imputabile.

Poi, venne Enron e le altre vicende tristemente parallele, tutte caratterizzate dalla circostanza che nessuno dei *watchdogs* in azione --in prima fila, ovviamente, i revisori dell'Arthur Andersen-- si è svegliato prima del penultimo momento precedente il collasso. Che cosa sia successo ad una professione un tempo onorata; come un'impresa che vanta, a mo' di *asset* più importante, la propria reputazione di serietà, possa cadere in una trappola che, per quanto lucrosa, è destinata a fagocitarla; perché operatori navigati e sagaci non abbiano saputo scoprire voragini su cui, col senno di poi, sarebbe stato persino difficile chiudere gli occhi; tutte queste domande sono ancora in attesa di

---

<sup>31</sup> Questa, del resto, la soluzione caldeggiata anche dall'Assonime. V., sul punto, V. Merloni e S. Micossi, *Audizione* dinanzi alle Commissioni riunite 6<sup>a</sup> "Finanze e Tesoro" e 10<sup>a</sup> "Industria, Commercio e Turismo" del Senato della Repubblica e VI "Finanze" e X "Attività Produttive, Commercio e Turismo" della Camera dei Deputati, nell'ambito dell'Indagine conoscitiva su "I rapporti fra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio", 3 febbraio 2004.

risposte a tutto tondo (anche se molte indicazioni possono darsi per acquisite, e tra esse: il declino dell'esposizione risarcitoria, l'opportunità di guadagni assai consistenti, la caduta di valori reputazionali in un mercato trascorso da 'bolle' e velleità di arricchimenti facili, problemi di *agent/principal*). La lezione di Enron sembra essersi risolta in un serio monito sui guasti dell'espansione dell'attività, da quella archetipa di revisione, all'altra, ben più lucrosa, di *consulting*: col risultato di innescare un processo che avrebbe condotto all'acquiescenza, se non alla cattività e connivenza, di chi avrebbe dovuto, viceversa, garantire le ragioni dei terzi. E in questa direzione si è mosso il già citato *Sarbanes-Oxley Act*, che non solo ha cercato di rispondere alla millenaria domanda sul *quis custodiet custodes* con l'istituzione di una nuova agenzia, il PCAOB, deputato a dettare la disciplina della professione (precedentemente lasciata, per la più parte, all'autoregolamentazione), ma ha altresì riconosciuto il significato strutturale dei conflitti d'interessi, precludendo agli *auditors* di fornire una vasta fascia di servizi professionali ai propri clienti.

Ma c'è spazio per ritenere che il disagio sia più profondo e, quindi, destinato a riproporsi sotto ogni cielo, anche laddove il proliferare di attività parallele non abbia contribuito ad erodere l'indipendenza dei revisori. Il socio (ma il discorso vale anche per l'articolazione) di una società di revisione, che abbia in carico un cliente importante (come Enron o, per quel che conta, Parmalat), è virtualmente sempre conflittato dalla circostanza che quel solo cliente finisce con l'assorbire la sua intera attività. Non può semplicemente permettersi il lusso di perderlo, pena la presumibile prospettiva di doversi cercare un altro lavoro. "A one-client practice", è stato correttamente osservato, "compromises the agent" in maniera irreversibile<sup>32</sup>. L'unico rimedio potrebbe consistere nel recidere coattivamente il cordone ombelicale, come dispone --unica, per quanto consta, insieme a quella brasiliana-- la normativa di casa nostra in materia di rotazione obbligatoria. Lo sfacelo di Parmalat suggerisce, però, che nove anni (il termine di tre esercizi è rinnovabile per due volte<sup>33</sup>) potrebbero essere troppi e il 'giro', comunque, troppo stretto per arginare la tentazione di connubi men che virtuosi<sup>34</sup>.

7.- Da un certo punto di vista, i revisori sono in buona compagnia. Sebbene additati all'opinione pubblica come i principali responsabili del lungo protrarsi dei raggiri contabili perpetrati dal gruppo Parmalat, con loro è sotto accusa, a ben vedere, l'intero sistema dei c.d. *gatekeepers* (*id est*, secondo l'impostazione più accreditata, i fornitori di servizi di "certificazione" informativa). Ciò non stupisce

---

<sup>32</sup> Così, raccogliendo una *wisdom* diffusa, COFFEE, JR., *Gatekeeper Failure* cit., pp. 32-3 del dattiloscritto (disponibile sul sito [ssrn.com](http://ssrn.com)).

<sup>33</sup> V. art. 159, comma 4, T.U.I.F.

<sup>34</sup> Il modello del *Sarbanes-Oxley Act* (sec. 203) suggerisce, del resto, che l'obbligo di rotazione sia disposto (piuttosto che nei confronti della società di revisione) riguardo alla persona fisica del revisore responsabile ("lead or coordinating

affatto, alla luce del dibattito statunitense succeduto a Enron e alla sua progenie.<sup>35</sup> Sarebbe certo interessante scrutinare anche da noi il ruolo (mancato) di tutti gli *outside monitors*, dagli analisti finanziari alle agenzie di *rating*. Scopriremmo così che ciascuna categoria, per una ragione o per l'altra, è caratterizzata da una struttura di incentivi insufficiente a garantire all'investitore l'infallibilità del monitoraggio.<sup>36</sup> Le ragioni sono molteplici, vanno dalle debolezze organizzative dell'istituzione che tendono a renderne più blando l'incentivo reputazionale, fino ai costi di accesso all'informazione e ai pregiudizi cognitivi che viziano lo *screening* da parte degli operatori. Conflitti di interesse e malafede rappresentano solo alcune delle possibili cause di distorsione comportamentale; proprio quel genere di cause sulle quali, del resto, più frequentemente è chiamato a intervenire il braccio violento della legge.

Il resto della delusione degli investitori è invece ascrivibile a un c.d. *expectations gap*:<sup>37</sup> la scure abbattutasi oggi sui loro risparmi contrasta, cioè, con l'aspettativa di ieri che il sistema nel suo complesso assicurasse l'infallibilità dei controlli, l'attendibilità dell'informazione spicciola (eppure l'unica che importa per il risparmiatore poco aduso al calcolo delle varianze) circa la "sicurezza" dell'investimento, in una, l'immunità pressoché assoluta dell'investimento finanziario dal repentino tracollo dell'impresa debitrice. Ora tutti sanno che non è così.

*Oportet ut scandala eveniant*. Se non altro, per fare chiarezza. Ma che chiarezza sia, allora, fino in fondo. L'opera dei *gatekeepers*, l'elaborazione informativa che essi veicolano al mercato va certo a beneficio dell'investitore finale. Ma è pura illusione ritenere che il risparmiatore comune si metta in proprio alla ricerca delle valutazioni di revisori, analisti e società di *rating* e che, in autonomia, ne segua costantemente l'evoluzione. Abbiamo finora trascurato, infatti, un anello importante della catena che procede dalla produzione delle informazioni sull'emittente, all'asseverazione (coi limiti di cui si è detto) della loro attendibilità, fino a trasformare queste stesse informazioni in scelte di investimento o di disinvestimento nei titoli. In queste scelte, il risparmiatore non è quasi mai da solo. Il più accorsato (ma proprio per questo più attento ai rischi che corre) terrà presumibilmente d'occhio le scelte di *trading* degli investitori professionali. La generalità dei risparmiatori farà invece ricorso ai consigli di un professionista, normalmente inserito nella struttura di consulenza e di vendita di un intermediario che presta servizi d'investimento. Che l'*investment advice* proveniente

---

audit partner, having primary responsibility for the audit"). In effetti, la rotazione societaria non mette al riparo dal pericolo di trasmigrazioni accomodanti a scadenza di rapporto.

<sup>35</sup> V, ad es., soprattutto per la parte critica, F. Partnoy, *Barbarians At The Gatekeepers?: A Proposal For A Modified Strict Liability Regime*, 79 Wash. U. L.Q., 2001, p. 491. Mentre, per una suggestiva proposta di riforma del ruolo dei c.d. *reputational intermediaries*, cfr. S. Choi e J. Fisch, *How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries*, 113 Yale L. J., 2003, p. 269.

<sup>36</sup> Per un'interessante analisi di questo tipo, condotta dal punto di vista economico con riguardo al caso Enron, v. P. Healy e K. Palepu, *The fall of Enron*, 17 J. Econ. Persp., 2003, p. 3.

<sup>37</sup> Per l'espressione v. D. Langevoort, *Managing the "Expectations Gap" in Investor Protection: The SEC and the Post-Enron Reform Agenda*, 48 Vill. L. Rev., 2003, p. 1140.

da questa struttura si avvalga dei dati "certificati" dai vari *gatekeepers*, presentandoli all'investitore a supporto della consulenza resa, è normale; ma affermare che la consulenza professionale dell'intermediario al cliente si limita a questo significa negare il valore aggiunto della *securities industry*, consistente nel rendere al risparmiatore servizi di partecipazione al mercato finanziario.<sup>38</sup> Transita comunque attraverso i c.d. *market professionals* il meccanismo fondamentale che conduce all'efficienza del mercato finanziario. Sono loro --"minoranza dominante" degli investitori informati— a guidare la formazione dei prezzi dei titoli: in compenso, raccolgono *spreads* (*market-makers*), commissioni di negoziazione (*brokers*) o di gestione (*asset managers*).<sup>39</sup> La stragrande maggioranza degli investitori al dettaglio si avvale dei loro servizi nella selezione dei propri investimenti. Il prototipo dell'investitore "razionalmente ignorante" non riclassifica i bilanci delle società in cui investe; quando va bene, ne sfoglia distrattamente i prospetti informativi; non verifica quotidianamente le indicazioni degli analisti, né la dinamica del *rating*<sup>40</sup>. Si aspetta che il personale di vendita dell'intermediario, cui egli si rivolge fiduciosamente per ricevere indicazioni circa l'investimento dei propri risparmi, faccia tutto questo. E non solo. Come rilevato poc'anzi, l'investitore prototipico non potrà pretendere che l'intermediario certifichi l'infallibilità delle valutazioni che hanno condotto a suggerire l'acquisto di questo o di quel titolo, e che quindi se ne assuma l'integrale responsabilità (che differenza ci sarebbe, in tal caso, tra la vendita di *corporate bonds* e la tradizionale raccolta bancaria?). Ma se, da una parte, le aspettative di *risk immunization* dell'investitore vanno sensibilmente ridimensionate, non si può d'altra parte negare all'investitore medesimo l'affidamento su un'assistenza professionale nella selezione delle opportunità d'investimento. Questa considerazione va alle radici della regolamentazione c.d. "di condotta" della *securities industry*, introdotta nel nostro ordinamento giuridico con la legge n. 1 del 1991 e oggi transitata nella parte seconda del T.U.I.F.; anche se una vera sensibilità in tal senso stenta ancora, purtroppo, ad affermarsi nella nostra cultura finanziaria.

In questa prospettiva, la *disclosure* dell'emittente e, così pure, le valutazioni di revisori, analisti e agenzie di *rating* vengono ad essere per lo più "filtrate" dal consulente finanziario della banca o dell'impresa d'investimento, il quale trasforma quelle stesse informazioni (troppo sparpagliate, qua e là, nella stampa specializzata perché l'investitore si faccia carico di metterle insieme da sé) in

---

<sup>38</sup> Per questa impostazione, e le relative conseguenze in punto di regolamentazione della condotta degli intermediari, v. A. M. Paces, *Financial Intermediation in the Securities Markets: Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, 20 Int'l Rev. L. & Econ., 2000, p. 479

<sup>39</sup> R. Gilson e R. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev., 1984, p. 549 ss. Per una recente rivisitazione dell'argomento, anche alla luce degli interventi normativi post-Enron, cfr. J. Macey, *A Pox on Both Your Houses: Enron, Sarbanes-Oxley and The Debate Concerning the Relative Efficacy of Mandatory versus Enabling Rules*, cit., p. 344 ss.

<sup>40</sup> Sotto questo profilo, la sempiterna ansia di *disclosure*, alimentata ancora di recente dal *Sarbanes-Oxley Act*, potrebbe risolversi nella sua nemesi: cfr. i penetranti rilievi di T. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 Wash. U. L.Q., 2003, p. 417 ss.



raccomandazioni di acquisto e di vendita indirizzate alla clientela. Senonché, la consulenza all'investimento, quando accede alla prestazione di servizi di negoziazione o di gestione di portafogli, non può tradursi nella mera raccolta di informazioni; tale raccolta deve infatti arricchirsi dell'*expertise* professionale del consulente, nonché della valutazione altrettanto professionale dell'intermediario che (con modalità affatto differenti a seconda che si tratti di un gestore, di un *broker* o di un *market-maker*) "tratta" certi titoli. Tutto ciò per dire che invocare la falsità dei bilanci di Collecchio, o il fallimento dell'intera rete di *gatekeepers*, può non bastare alla banca, all'impresa d'investimento, al gestore di patrimoni e (men che mai!) al promotore finanziario per sottrarsi alle ire dei risparmiatori "per adesione"; quelli cioè che acquistarono titoli Parmalat aderendo alle raccomandazioni dell'intermediario (nella persona del suo funzionario, agente o mediatore) e non già sulla base di un'autonoma disposizione ad investire nel gruppo alimentare.

Ma proprio per tale motivo ci sembra di dover escludere la spiegazione apparentemente più semplice (e perciò forse più in voga) dell'elevatissimo grado di diffusione dei titoli Parmalat tra il pubblico degli investitori (all'incirca 85.000 soltanto in Italia, stando alle prime stime della nostra Banca Centrale): quella secondo cui le banche "non potevano non sapere". Così - prosegue il ragionamento - esse avrebbero deliberatamente proceduto a somministrare "titoli spazzatura" a investitori assolutamente ignari del destino cui sarebbero andati incontro, allo scopo di trasferire su di loro i rischi collegati al *default* del gruppo - ritenuto imminente. Tale prospettazione trascura una circostanza fondamentale: quegli stessi investitori erano clienti dei gruppi bancari e finanziari incriminati ed essi, proprio perché consapevoli del grado a dir poco limitato della propria sofisticazione finanziaria (la c.d. "esuberanza irrazionale" appartiene ad anni ormai lontani e, comunque, non induce certamente a fare incetta di titoli obbligazionari)<sup>41</sup> si aspettavano dall'intermediario un comportamento improntato quanto meno alla massima buona fede. Alle corte: nell'interazione ripetuta - e come tale sembra caratterizzarsi il rapporto tra banca e risparmiatore - il tradimento non paga. Anzi, nel contesto in esame, il porre in essere un comportamento così sfacciatamente infido esporrebbe l'intermediario a conseguenze reputazionali devastanti, e proprio nell'attività di *investment banking* da cui oggi l'impresa bancaria *lato sensu* ritrae gran parte della propria redditività.

È d'altronde plausibile che nei meandri della struttura organizzativa degli intermediari, italiani e stranieri, impegnati nell'assistenza finanziaria al gruppo Parmalat non sfuggisse, negli ultimi tempi, se non la contezza, quanto meno il sospetto che la situazione fosse meno rosea di quanto appariva sulla carta. La circostanza che siffatte perplessità circa la solidità del gruppo non siano giunte all'orecchio del *salespersonnel* che continuava a venderne i titoli non è affatto indice di infedeltà

(ché, altrimenti, quello stesso personale avrebbe dovuto ricevere precise istruzioni di disfarsi della "patata bollente"). La stessa circostanza testimonia, invece, le vischiosità dei flussi informativi tra le diverse aree organizzative in cui si articola l'intermediario. Mentre, per altro verso, il protrarsi dell'attività di *underwriting* delle emissioni Parmalat sembra rispondere - *mutatis mutandis* - all'antica (e per certi aspetti saggia) abitudine del banchiere a non voltare le spalle all'impresa alle prime avvisaglie di difficoltà, ma anzi a sostenerla nei momenti di tensione sulla liquidità, proprio al fine di consentirle il rimborso dei debiti. Si obietterà - anche da parte di chi inclina a credere che le banche non avessero consapevolezza delle reali proporzioni del dissesto - che almeno le ultime emissioni del gruppo di Collecchio non dovevano finire nei portafogli di *widows and orphans* ma, semmai, in quello di investitori consapevolmente propensi all'assunzione del rischio.<sup>42</sup> Giustissimo! Il fatto che ciò non sia avvenuto ci sembra però imputabile non tanto a un'intenzionale, maliziosa macchinazione delle banche ai danni dei propri risparmiatori, quanto piuttosto a fenomeni di isteresi organizzativa e di scarsa sensibilizzazione del personale di vendita rispetto all'assistenza professionale dovuta all'investitore meno accorsato. Si tratta comunque di una grave responsabilità della *securities industry* che, distorcendo l'attività di investimento al dettaglio, perviene a compromettere l'efficienza complessiva del mercato finanziario. Ma, per l'appunto, su quest'ordine di problemi (e non su altri) dovrebbe appuntarsi l'attenzione del *regulator*.

**8.-** Nel dibattito sui dissesti di grandi società, italiane a non, e in particolare sulle modalità attraverso le quali sono costruite architetture societarie volte a consentire l'occultamento di perdite, un ruolo peculiare è rivestito dai cosiddetti centri "off-shore". Di per sé, la struttura di gruppo può perseguire la finalità di ridurre la trasparenza dell'impresa verso l'esterno<sup>43</sup>; in questa prospettiva l'inserimento di società del gruppo in più paesi facilita tale risultato, a prescindere dalla qualità degli ordinamenti coinvolti. Se a ciò si aggiunge che elementi chiave della catena societaria sono inseriti in sistemi a bassa regolamentazione, la trasparenza del gruppo ne risulta ulteriormente diminuita.

Il tema è complesso, molto più di quanto potrebbe apparire ad una prima ricognizione, e troppo spesso liquidato con semplicistici riferimenti all'esigenza di impedire l'insediamento di società italiane in quei supposti paradisi. Se dal commento giornalistico, infatti, si prova a passare all'analisi scientifica del problema, ci s'imbatte subito nella difficoltà di identificare che cosa si debba intendere per centro *off-shore*. Il primo tratto distintivo, comunemente associato a tale

---

<sup>41</sup>Sui retroterra - psicologici e non - della bolla speculativa "annunciata" al volgere del millennio, si veda R. Shiller, *Irrational Exuberance*, New York, 2000

<sup>42</sup> Analogo ragionamento - mette conto precisarlo - vale per la negoziazione sul mercato secondario delle emissioni più risalenti, il cui valore dovrebbe riflettere il mutato quadro informativo circa il rischio di *default* dell'emittente.

<sup>43</sup> V. *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, vol. I, Bologna, a cura di F. BARCA, Bologna, p. 123.

nozione, mette capo ad una fiscalità eccessivamente contenuta. Sennonché, il criterio incentrato sul livello dell'imposizione mostra subito la corda. Se infatti per centro *off-shore*, magari con l'implicita qualificazione di "patologico", s'intende un paese che mira ad attrarre investimenti dall'estero attraverso un contenuto livello dell'imposizione fiscale, la conseguenza è che l'elevato livello dell'imposizione diviene di per sé indice di un comportamento virtuoso: traiettoria che appare decisamente poco meritevole di essere seguita. Anche perché, su un piano più generale, trascura del tutto un altro aspetto, che impone una particolare cautela. Se in via di prima approssimazione un centro *off-shore* è un paese che aspira ad attrarre capitali e investimenti dall'estero, l'esperienza internazionale mostra come esistano anche ordinamenti che perseguono tale risultato per vie virtuose, attraverso, ad esempio, l'adozione di normative all'avanguardia. Accettata, come pare necessario, l'esistenza di centri *off-shore* fisiologici, il problema si sposta sulla qualità dei controlli nel paese e soprattutto sulla genuinità della collaborazione prestata alle autorità estere. La contenuta imposizione fiscale, offerta a certe latitudini, diventa davvero apprezzabile nella misura in cui si accompagna tipicamente ad una chiusura alla collaborazione con l'esterno. Come accennato, l'inserimento di società del gruppo in più paesi può essere preordinato a ridurre la trasparenza verso l'esterno. In caso di dissesto – e l'amara esperienza di questi giorni lo dimostra – il coinvolgimento di più autorità nella repressione ingenera frizioni nei meccanismi di risposta. Non a caso, le poche iniziative internazionali volte a reprimere il fenomeno della concorrenza al ribasso di certi paesi vanno proprio nella direzione dell'identificazione dei paesi "non cooperativi"<sup>44</sup>.

Che, poi, tali iniziative riescano davvero a mordere, è tema alquanto diverso; e l'evidenza aneddotica fornita proprio dal dissesto del gruppo Parmalat fornisce spunti per metterlo in dubbio. Molto si è parlato di società insediate nelle Cayman Islands. Non sarà inutile ricordare che tale paese aveva prontamente ottenuto la cancellazione del proprio nome dalla lista dei paesi "non cooperativi" pubblicata dall'OCSE, nella quale era stato inserito nel giugno del 2000, attraverso l'introduzione di una legislazione volta ad affrontare le carenze rilevate dall'OCSE. Il risultato della sequenza: 1) inserimento nella lista; 2) adozione di normative che rispondano ai rilievi effettuati; 3) cancellazione dalla lista, non può non essere il conferimento di una sorta di patente di idoneità per il paese che ottenga la rimozione dalla lista: insomma, una sorta di certificazione di conformità del proprio ordinamento agli standard ritenuti comunemente idonei sul piano internazionale.

Rispetto a nodi così aggrovigliati conviene esclusivamente sottolineare, da un lato, l'esigenza di prestare la massima attenzione all'individuazione dell'esatta portata del problema, in modo da non

---

<sup>44</sup> Si veda la pubblicazione della lista dei "Non-Cooperative Countries and Territories" ad opera della *Financial Action Task Force* costituita dall'OCSE; la lista, pubblicata nel giugno del 2000 e oggetto di continui aggiornamenti, è reperibile sul sito [www.oecd.org/fatf](http://www.oecd.org/fatf).

colpire nel mucchio anche ordinamenti che in realtà mirano esclusivamente ad offrire regolamentazione e prodotti finanziari di qualità superiore. Dall'altro lato, ribadire che i meccanismi reputazionali sui quali si basa il funzionamento del mercato dei centri *off-shore*, virtuosi o no, sono molto delicati. Chi voglia armeggiare in questa materia deve prestare la massima attenzione, onde evitare effetti perversi. E paradossali. Se, per intenderci, l'obiettivo di un centro *off-shore* è, ad esempio, quello di accreditarsi come fornitore di un quadro normativo idoneo a consentire il riciclaggio del denaro sporco, l'inserimento del proprio nominativo in un'ipotetica *black-list* dei sistemi inclini a tali pratiche potrebbe anche servire a rafforzarne la posizione sul mercato internazionale dei servizi di riciclaggio<sup>45</sup>.

**9.-** Per concludere, un interrogativo di ritorno: troppi medici saccenti, troppe ricette miracolose in giro a bara chiusa?

Forse. Ma catastrofi come quella di Parmalat rivelano crepe cui bisogna porre rimedio, pur nella consapevolezza che la complessità del sistema farà sì che, al prossimo scossone, ne affiorino altre ancora: con l'unica speranza che, in virtù dell'esperienza acquisita (e, appunto, delle lezioni che se ne sono tratte), quelle a venire siano smagliature meno vistose delle odierne voragini. Del resto, l'appello sdegnato alla *business ethics*, all'etica degli affari persa per strada<sup>46</sup>, non rappresenta un'alternativa, ma poco più di una via di fuga dialettica (e provvisoria) da contingenze dolorose: non foss'altro perché al primo segno di ripresa, col profilarsi della sindrome da erba del vicino (inevitabilmente più verde), tornerà ad apparire davvero immorale il non saper rastrellare profitti prodigiosi in tempi brevissimi.

---

<sup>45</sup> Sul ruolo dei centri "*off-shore*" nell'offerta dei servizi di riciclaggio si rinvia a D. MASCIANDARO e A. PORTOLANO, *It Takes Two to Tango: International Financial Regulation and Off-Shore Centres*, Centro di Economia Monetarie e Finanziaria "Paolo Baffi" – Università Bocconi, Milano, marzo 2002, n. 151.

<sup>46</sup> V., indicativamente, G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Mialno, 2003, *passim*.