

## **FRODI FINANZIARIE E CONFLITTI D'INTERESSE NEL MERCATO MOBILIARE: STANDARD INTERNAZIONALI E TUTELA DEGLI INVESTITORI IN ITALIA**

Il lavoro analizza in via sistematica il fenomeno del conflitto di interessi nel settore mobiliare, mediante una riflessione critica sulla normativa italiana alla luce del contesto internazionale di riferimento. In particolare, lo studio svolge una comparazione degli assetti giuridici nazionali che regolamentano il conflitto di interessi dei principali operatori sul mercato mobiliare con le raccomandazioni e gli standard vigenti a livello sopranazionale, così da dare conto dei rimedi preventivi e successivi offerti dall'attuale regime normativo e verificarne la coerenza con quelli espressi nell'ordinamento giuridico internazionale.

Dallo studio è emerso un processo di sistematica circolazione di modelli economico-giuridici di matrice angloamericana fortemente indotto da peculiari iniziative intraprese in ambito internazionale, poi riflesse nella normativa europea ed infine recepite nel nostro ordinamento. Grazie alla "mediazione" del legislatore comunitario, l'ordinamento italiano si è avvicinato al paradigma normativo offerto dagli standard internazionali; ciò ha condotto per un verso ad un'accettazione, quantomeno in linea di massima e sul piano delle dichiarazioni ufficiali, di principi coerenti con sistemi di mercato aperti, ma dall'altro ha dato vita ad una transizione difficile, in cui emergono elementi di notevole vischiosità.

I principali ostacoli all'adattamento del diritto italiano agli standard internazionali sono riconducibili alla circostanza che lo strumentario giuridico offerto dal mondo angloamericano, che permea tali disposizioni, trova origine in contesti lontani dal nostro, caratterizzati da mercati finanziari con proprietà dispersa, da regimi normativi fortemente dipendenti sull'*enforcement* privato ed incentrati sui principi della fiduciarità delle relazioni che determinano una separazione tra proprietà e controllo, della responsabilizzazione degli attori economici e della prevenzione degli abusi attraverso proceduralizzazione e deterrenza.

L'atteggiamento del legislatore italiano di fronte a questo differente modello è stato ambiguo: da un lato ci si è trovati a dover rincorrere normative imposte a livello europeo e - per forza di cose - a trapiantare istituti ispirati a sistemi di mercato aperti; dall'altra si sono effettuate ricezioni di carattere formalistico e/o tecnicamente infelici, come è accaduto nel caso esemplare del principio del *fair treatment*, o ad introdurre soluzioni normative monche, il cui corretto funzionamento avrebbe richiesto un maggior controllo decentrato del rispetto delle regole, un più ampio esercizio delle azioni private ed un sistema sanzionatorio con effetti deterrenti. Altre volte ancora le scelte di politica legislativa nostrane sono state confuse, come nel caso della disciplina delle società di revisione, talaltra hanno mancato di cogliere nel segno e di toccare le reali problematiche che affliggono il capitalismo italiano, particolarmente per tutto quanto riguarda la disciplina del conflitto di interessi endosocietario e nei rapporti infragruppo, settore sul quale l'influenza comunitaria è minore. Pertanto, allo stato, l'introduzione di logiche e di istituti raccomandati in ambito internazionale, sebbene considerevole, si è risolta in un'importazione ancora incompleta, imprecisa e talvolta fuorviante.

Alle conclusioni sopra brevemente esposte si è giunti mettendo a confronto la disciplina italiana del conflitto di interessi sul mercato mobiliare con fonti giuridiche aventi genesi, caratteristiche ed efficacia strutturalmente differenti da quelle di un ordinamento nazionale. Gli standard internazionali costituiscono, infatti, una forma di produzione normativa del tutto peculiare.

Essa rappresenta lo strumento tecnico attraverso cui le principali economie occidentali organizzate nel G-7 (tra le quali l'Italia) promuovono un progetto politico di tipo universalistico, volto allo sviluppo di mercati finanziari aperti e stabili (c.d. *New International Financial Architecture*), che ha origine nel crollo del sistema delle parità fisse di *Bretton Woods*, passa per la liberalizzazione dei movimenti di capitale sponsorizzata dagli interventi delle istituzioni finanziarie internazionali a seguito dei ciclici fenomeni di crisi (c.d. *Washington Consensus*) ed approda ad innovative forme di cooperazione internazionale, che rompono gli schemi classici dell'internazionalismo liberale e favoriscono una più ampia accettazione delle logiche di mercato.

In particolare, si è assistito nell'ultimo ventennio al prevalere, nella gestione crisi internazionali e dei fenomeni di instabilità finanziaria, del ruolo politico svolto da taluni Stati nell'ambito di raggruppamenti a struttura permanente (G-7, G-8, G-10, G-20). Si tratta di conferenze intergovernative che riuniscono periodicamente i ministri delle finanze ed i governatori delle banche centrali delle maggiori economie per coordinare le proprie politiche in campo economico e finanziario e confrontarsi in caso di episodi critici. Costante è in tutti questi gruppi la presenza del più ristretto dei direttori politici: il G-7, formato da Stati Uniti, Giappone, Francia, Regno Unito, Italia e Canada. Tali conferenze rappresentano una forma di istituzionalizzazione verticistica volta a ristabilire il controllo dello Stato sui fenomeni economici, ove la cooperazione è facilitata dal numero ridotto dei partecipanti e dall'utilizzo di un metodo di concertazione basato sul consenso. Nel G-7 ha trovato la genesi la *New International Financial Architecture* (NIFA), il nuovo piano di azione elaborato successivamente ai fenomeni di instabilità finanziaria di fine secolo. Gli obiettivi politici della NIFA sono contigui rispetto a quelli elaborato negli anni '80 dal *Washington Consensus* e consistono nella promozione della liberalizzazione e nello sviluppo di economie di mercato aperte. La novità è nel riconoscimento del carattere essenziale delle regole per contribuire alla costruzione di mercati finanziari stabili ed efficienti, tali regole essendo gli standard internazionali.

L'ampio consenso attorno alle politiche della NIFA è stato ottenuto avvalendosi dell'intermediazione di un forum internazionale, istituito anch'esso nel 1999 su iniziativa del G-7: il *Financial Stability Forum* (FSF), che riunisce i ministri delle finanze, le banche centrali e le autorità di vigilanza dei paesi del G-7, nonché un rappresentante di: Australia, Hong Kong, Paesi Bassi, Singapore e delle istituzioni internazionali maggiormente attive in campo finanziario. Il FSF funge da raccordo tra il momento politico dell'individuazione degli obiettivi (G-7 e G-20) e quello pratico delle iniziative da intraprendere concretamente per raggiungere quei fini. Il FSF ha provveduto a sistematizzare in un'unica fonte (*Compendium of Standards*) gli standard internazionali ritenuti di importanza chiave per la stabilità del sistema finanziario. Si tratta in particolare di 12 codici di *best practice* elaborati, o comunque avallati nel corso del precedente ventennio dalle medesime istituzioni partecipanti al FSF<sup>1</sup>. È la diffusione di questi 12 standard che il FSF ha ricevuto mandato dal G-7 di sponsorizzare in via prioritaria.

---

<sup>1</sup> Gli standard internazionali promossi dal FSF sono i seguenti. In materia di trasparenza nelle politiche monetarie, finanziarie e fiscali: *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*, *Code of Good Practices on Fiscal Transparency Special Data Dissemination Standard and General Data Dissemination System*. In materia di regolamentazione del mercato bancario, intermediazione mobiliare, assicurativo e sistemi di pagamento: *Core Principles for Systematically Important Payment Systems*; *Core Principles for Effective Banking Supervision*; *Objectives and Principles of Securities Regulation*; *Insurance Supervisory Principles*. In materia di integrità del mercato: *Principles and Guidelines on Effective Insolvency System*; *OECD Principles of Corporate Governance*; *International Accounting Standards*; *International Standards on Auditing*; *The Forty*

Gli standard internazionali sono fonti di diritto alternative alla sottoscrizione dei trattati, si sottraggono alle regole di sistematizzazione tipiche della tradizione giuspositivistica e sfuggono dai tradizionali canali istituzionali di produzione giuridica per le seguenti peculiarità:

- nonostante siano rivolti ad una platea globale, gli standard vengono elaborati da un numero ridotto di soggetti con interessi relativamente omogenei, nell'ambito di istituzioni tecniche che riuniscono autorità di vigilanza di settore (es. IOSCO, Comitato di Basilea), organismi privati (IASC e IFAC), o organizzazioni internazionali in cui giocano un peso preponderante le economie più avanzate (OECD, FMI, BM);
- sono costituiti da un insieme di raccomandazioni prive di efficacia vincolante (c.d. *soft law*), che facilitano il raggiungimento di un coordinamento tra un numero di paesi più ampio rispetto a quello che si avrebbe a fronte della sottoscrizione di norme convenzionali. Sul piano giuridico gli standard internazionali diventano cogenti solo una volta recepiti spontaneamente dagli operatori di mercato e/o dagli ordinamenti nazionali, anche eventualmente attraverso provvedimenti delle autorità amministrative membri degli *standard setter*;
- sono coerenti con gli obiettivi politici espressi dal G-7 con la *New International Financial Architecture*: il fine non è il raggiungimento di un'armonizzazione piena, quanto una più limitata convergenza su regole flessibili alle quali fare riferimento per costruire localmente un sistema normativo funzionale alla diffusione di mercati finanziari concorrenziali ed efficienti, alla liberalizzazione dei movimenti di capitale, alla crescita economica e alla stabilità finanziaria;
- l'approccio utilizzato è di tipo funzionale: gli *standard setter* non si spingono a paventare l'introduzione o la modifica di un particolare istituto giuridico; si limitano piuttosto ad affrontare problemi comuni, indicare *ratio* e finalità da raggiungere. Le raccomandazioni si mantengono sul piano dei principi, di "macro-nozioni", frutto di una negoziazione tra soggetti appartenenti alle più diverse tradizioni giuridiche e culturali. Il linguaggio perde tecnicismo giuridico, diviene flessibile e più facilmente adattabile ai diversi contesti. Gli standard sono accompagnati da note esplicative, relazioni integrative e metodologie con cui le raccomandazioni vengono contestualizzate in ipotesi esemplificative e calate in un'analisi fenomenologica di dettaglio. In questo modo, l'enunciazione dell'"iper-nozione" viene arricchita di un contenuto circostanziato, che si spinge talvolta all'indicazione (atecnica ma) di dettaglio delle possibili soluzioni adottabili;
- la loro efficacia sul piano pratico dipende da iniziative intraprese strategicamente dalle istituzioni finanziarie internazionali su mandato del G-7. Lo strumento di promozione più potente è l'aggancio del "*Financial Sector Assessment Programme*" (FSAP) all'attività di sorveglianza del FMI. In particolare, il FSAP è una procedura volontaria lanciata nel 1999, su impulso del G-7, attraverso cui il FMI effettua una valutazione a tutto campo del settore finanziario dei paesi che ne fanno richiesta, giudicandone anche la congruenza agli standard internazionali. Sulla base di queste analisi, viene elaborato un *report* conclusivo in cui si raccomandano le modifiche normative necessarie ad ottenere un positivo giudizio di rispondenza con le migliori prassi internazionali. Tali conclusioni vengono infine discusse e/o aggiornate in occasione delle consultazioni periodiche che il FMI svolge annualmente nei confronti di tutti i propri membri ai sensi dell'art. IV del proprio statuto. Il collegamento del FSAP alle procedure di sorveglianza del FMI favorisce il recepimento delle raccomandazioni formulate e l'adesione ad esse nel tempo.

Al verificarsi degli scandali finanziari del 2001 anche i sistemi finanziari più evoluti si sono ritrovati a dover fare i conti con le proprie debolezze di sistema. Ne è scaturito un intenso dibattito a livello internazionale, all'esito del quale si è assistito al riconoscimento della centralità del problema del conflitto di interessi, all'elaborazione di nuovi standard in materia ed all'integrazione di quelli esistenti alla luce delle esperienze recenti. Si esalta inoltre l'importanza della cooperazione internazionale; lo IOSCO redige nel 2002 il *Multilateral Memorandum of Understanding* (MMoU), un accordo di collaborazione aperto alla firma della generalità delle autorità di vigilanza nazionali con cui queste si impegnano a prestarsi assistenza reciproca per assicurare il rispetto della disciplina interna relativa ai valori mobiliari. L'MMoU è uno strumento di difficile categorizzazione giuridica, modellato sugli MoU bilaterali che la SEC ha adoperato a partire dagli anni '80 per facilitare lo scambio di informazioni con autorità estere. In quanto l'adesione all'accordo (recentemente divenuto requisito per l'adesione allo IOSCO) può intervenire solo previo esperimento di una complessa procedura di *screening*, volta ad accertare che le normative nazionali dell'autorità candidata alla firma non pongano ostacoli alla modalità di cooperazione ivi prevista, l'MMoU rappresenta un ulteriore strumento in grado di favorire un avvicinamento delle disposizioni nazionali nel settore mobiliare. L'accresciuta importanza del tema della cooperazione si è tradotta infine in un rinnovato dialogo dello IOSCO con i paesi rivelatisi scarsamente collaborativi nel corso delle indagini sui crack finanziari.

Notevoli sforzi sono stati compiuti in relazione alla definizione degli obblighi degli intermediari nei confronti della clientela in presenza di conflitti di interessi. Sotto un profilo economico-giuridico la tassonomia del conflitto di interessi dell'intermediario mobiliare è tale per cui: (i) esso concreta un'obiettiva situazione di pericolo, che si distingue dalla mera concorrenza di interessi per la presenza di un interesse (proprio o altrui) ulteriore rispetto a quello riflesso nella causa del contratto concluso o da concludere con il cliente e potenzialmente lesivo dell'interesse di questi o dell'integrità del mercato; (ii) per stabilire in via retrospettiva la presenza di un conflitto non occorre che l'"agire" in conflitto abbia prodotto effettivamente una lesione, ma è sufficiente la sussistenza degli elementi obiettivi nei quali si concreta il pericolo di lesione; (iii) la lesione non consegue necessariamente alla "situazione" di conflitto, ma può essere risolta attraverso una corretta gestione dello stesso; da cui l'importanza di istituire presidi che valgano a regolare il conflitto *ex ante*, in modo da prevenirne lo sfruttamento, ossia evitare che l'interesse contrario dell'intermediario incida sulla cura dell'interesse del cliente; (iv) la lesione non consiste in un danno economico (*damnum emergens* e *lucrum cessans*), che rappresenta un evento meramente accidentale in quanto co-determinato dal fattore incertezza, ma si sostanzia nella contrarietà dell'azione all'interesse del cliente o alla trasparenza ed integrità del mercato (ossia nella violazione di un obbligo giuridico); è chiaro tuttavia che l'assenza *ex post* di un danno economico fa venir meno l'interesse dell'investitore ad esercitare l'azione processuale; da cui l'importanza di strumenti di *enforcement* pubblici; (v) la convenienza (l'incentivo) ad "agire" in conflitto dipende dai vantaggi che l'intermediario anticipa di ottenere a fronte dello sfruttamento rispetto alla disutilità attesa; da ciò emerge l'importanza di deterrenti reputazionali e sanzionatori per ripristinare un corretto assetto degli incentivi. Il fenomeno è particolarmente difficile da affrontare da un punto di vista di politica legislativa, poiché di fatto quanto più complessa diventa la finanza, tanto più forte è la tendenza alla formazione di economie di scala e di scopo, di intermediari polifunzionali e tanto più si estende la probabilità che insorgano conflitti di interesse ad inquinare l'efficiente svolgimento

delle transazioni finanziarie. In quest'ottica, se da un lato il conflitto richiama l'esigenza di rafforzare leggi, regole e principi che valgano a contrastarne gli effetti, dall'altro, obliquamente, esso si presenta come costo strutturale, riproponendo le antiche contraddizioni del capitalismo.

L'approccio sostenuto a livello internazionale rappresenta una soluzione volta a contemperare l'esigenza di non irrigidire l'operatività degli intermediari con la necessità imprescindibile di tutelare gli investitori e quindi il mercato. Le raccomandazioni che maggiormente rilevano in questo settore sono gli *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* del 1998, successivamente sviluppati ed integrati dallo IOSCO in rapporti più recenti. Nel disciplinare il conflitto di interessi dell'intermediario mobiliare, lo IOSCO sposa il modello angloamericano del *fair treatment*, dovere che affonda le proprie radici nella *fiduciary law*, poi evolutosi ad opera di interventi adattativi apportati dal formante giurisprudenziale ed infine collegato alla normativa antifrode, in funzione fortemente protettiva degli interessi degli investitori. Il *fair treatment* consiste in un insieme di regole organizzative, procedurali e di condotta che impongono all'intermediario di evitare, ogniqualvolta ciò sia possibile, l'insorgere del conflitto di interessi e, in ogni caso, di individuare e gestire detti conflitti in modo da anteporre sempre l'interesse del cliente, anche eventualmente astenendosi dall'agire. Per quanto concerne le gestioni collettive, lo IOSCO riconosce che la massima separazione tra proprietà e controllo e la discrezionalità a disposizione del gestore nella prestazione di questo servizio rendono il conflitto di interessi un fenomeno particolarmente critico. Per questa ragione, in aggiunta alla regola del *fair treatment* ed al generale dovere di dare prevalenza all'interesse dell'investitore, lo IOSCO raccomanda l'adozione di un regime di trasparenza e correttezza particolarmente stringente, in cui l'indipendenza del gestore è assicurata attraverso l'interposizione di una parte terza con il compito di vigilare sull'attività di investimento in modo rigorosamente neutrale ed una rigorosa disciplina delle remunerazioni.

Gli standard IOSCO hanno notevolmente influito sulla normativa comunitaria, che riflette pedissequamente le raccomandazioni vigenti a livello internazionale. Attraverso la mediazione del diritto europeo, la regola del *fair treatment* è circolata nell'ordinamento italiano in sede di trasposizione della direttiva 93/22/CE relativa ai servizi di investimento (ISD). Il trasferimento è intervenuto tuttavia con una certa difficoltà. Se nel diritto angloamericano il *fair treatment* rappresenta un'evoluzione di un diritto antichissimo, la *fiduciary law*, nell'ordinamento italiano detto istituto è stato maldestramente tradotto in un'espressione di nuovo conio: "equo trattamento", che – oltre a non rispecchiare affatto il contenuto normativo rivestito dalla clausola nell'ordinamento d'origine - non trova precedenti nel nostro diritto, resta un inedito del settore mobiliare. In mancanza di una tradizione giuridica di riferimento che ne permetta di ancorare il significato a specifici canoni ermeneutici, l'"equo trattamento" assume i connotati di una categoria ambigua e passibile di una pluralità di interpretazioni contrastanti. Il *fair treatment* del diritto angloamericano è invece espressione della buona fede oggettiva (*naturalis aequitas*), si identifica con il dovere di correttezza e di lealtà intesi come realizzazione nella fattispecie concreta del miglior interesse della controparte. La clausola assume i connotati di un dovere di protezione sostanziale dell'interesse della controparte, che si aggiunge a e non si esaurisce nell'osservanza formalistica di regole di organizzative, procedurali e di condotta (*jus strictum*), ma è parametro di governo della discrezionalità di cui gode l'intermediario e criterio per stabilire quali comportamenti esigere in concreto nel corso dello svolgimento del rapporto.

Né alla confusione derivante dalla maldestra circolazione del modello del *fair treatment* aveva posto rimedio la legge sul risparmio, che anzi era intervenuta sul tema con misure del tutto anacronistiche e di una rigidità del tutto stridenti con il contesto internazionale. È solo con il recentissimo recepimento della direttiva MiFID che il legislatore ha superato questa discordanza normativa, introducendo nel settore dei servizi di investimento una regola del conflitto coerente con le raccomandazioni internazionali. Si noti, tuttavia, che l'“equo trattamento” continua a costituire il criterio giuridico applicabile nell'ambito dei conflitti nelle gestioni collettive. Poiché obiettivo dichiarato della nuova normativa è di favorire un livellamento del campo di gioco attraverso la generale estensione del modello regolamentare offerto dalla MiFID a tutti gli operatori del settore mobiliare, è difficile comprendere la *ratio* alla base di un diverso e più blando trattamento delle gestioni collettive, servizio che richiederebbe al contrario regole più stringenti, considerato anche che le banche depositarie in Italia sono società appartenenti al medesimo gruppo finanziario dei gestori, con la conseguenza che tra controllore e controllato vi è una colleganza poco favorevole all'espletamento di una vigilanza indipendente.

Un altro aspetto che ha allontanato per lungo tempo il nostro diritto finanziario dagli standard internazionali è stato il carattere rigido e farraginoso della normativa secondaria, particolarmente degli obblighi di preventiva autorizzazione delle operazioni in conflitto di interessi (c.d. *disclose or abstain*), peraltro solo limitatamente applicato alla prestazione del servizio di gestioni individuale e assente in quello delle gestioni collettive. Anche in questo campo il recepimento della MiFID ha riallineato la normativa italiana agli standard internazionali. Particolarmente interessanti sono le novità introdotte in materia di regolamentazione delle remunerazioni (c.d. *inducement*), anche per l'impatto che potrebbero avere sulle attuali reti distributive dei prodotti. Sono stati inoltre rimodulati gli obblighi organizzativi e procedurali da istituire al fine di prevenire, individuare e gestire i conflitti di interesse, in un'ottica di prevalenza dell'interesse del cliente e di responsabilizzazione dell'intermediario.

In questo rinnovato contesto, affinché l'approccio della MiFID possa produrre risultati efficaci, l'ordinamento necessita di dotarsi di un contesto istituzionale tale da garantire una reale vigilanza sulle procedure e sulle condotte degli intermediari. Il principio del *fair treatment*, infatti, funziona solo laddove il conflitto di interessi è regolamentato come tipico costo di agenzia, fonte possibile di abusi da prevenire, e affrontato in modo da rendere i benefici attesi dal suo sfruttamento inferiori rispetto ai costi percepiti. Negli ordinamenti angloamericani tale effetto di deterrenza è ottenuto, oltre che da un'efficiente vigilanza pubblica e da rigorose sanzioni amministrative e penali, con l'imposizione di doveri fiduciari di fedeltà/lealtà, la cui violazione comporta il versamento dei vantaggi conseguiti dall'operazione (c.d. *disgorgement of profits*); dall'applicazione di *punitive damage*; dall'alleggerimento dell'onere probatorio con presunzioni di slealtà e sufficienza della mera allegazione del nesso di causalità; con l'alleviamento del problema dell'azione collettiva attraverso l'istituto processuale della *securities class action*.

Niente di tutto questo è rintracciabile nel nostro sistema con riferimento al conflitto di interessi dell'intermediario mobiliare, né si prevedono sanzioni penali ed amministrative applicabili alla persona giuridica in grado di supplire, in una logica di equivalenza funzionale, alla carenza dei meccanismi di *enforcement* privato. A tale riguardo, si aggiungono forti incertezze per tutto quanto concerne la sanzione civile, avendo il legislatore italiano evitato di indicare nella normativa speciale le azioni processuali a disposizione dell'investitore in occasione di una violazione delle regole

riguardanti il conflitto di interessi. Per questa ragione, il lavoro propone una tesi ricostruttiva volta a facilitare l'esercizio delle azioni civili, lasciando agli investitori un più ampio margine di scelta tra i rimedi a propria disposizione. A questo fine, si riconosce il carattere plurioffensivo della condotta dell'intermediario che sfrutta a proprio vantaggio i conflitti di interessi. Essa costituisce al contempo vizio funzionale del contratto quadro concluso con l'investitore, in quanto inadempimento intervenuto nella fase esecutiva dello stesso che legittima una richiesta di risoluzione, e vizio genetico dell'operazione in conflitto, in quanto inosservanza di un obbligo imperativo a non operare prima di aver adempiuto a determinate cautele, che legittima l'esercizio di un'azione di nullità. In quanto la condotta dell'intermediario integra allo stesso tempo una causa di invalidità dell'operazione in conflitto ed una violazione di una regola di comportamento che legittima al risarcimento del danno, l'investitore potrà in ogni caso avvalersi dell'inversione dell'onere della prova *ex art. 23, co. 6, del TUF*.

Il problema del conflitto di interessi si pone invece in termini parzialmente diversi nell'ambito degli operatori che elaborano e diffondono informazioni finanziarie, particolarmente le società di revisione, gli analisti finanziari e le società di rating. La "patologia" per questi operatori affonda nella struttura stessa dei rapporti tra controllati e controllori, in cui i primi selezionano e retribuiscono a vario titolo i secondi, con ciò instaurandosi una serie di intrecci e di incentivi che favoriscono l'acquiescenza verso politiche contabili aggressive (e talvolta fraudolente) dei controllati. Diventa centrale in questo contesto il tema dell'indipendenza. La questione è quella di istituire presidi volti ad evitare che l'autonomia e l'imparzialità di giudizio del *gatekeeper* sia pregiudicata dall'esistenza di interessi ulteriori rispetto a quelli riflessi nel contratto in base al quale il servizio di revisione/analisi/valutazione del merito di credito è prestato. La relazione contrattuale tuttavia non si instaura di regola tra revisore/analista/agenzia di rating e pubblico dei risparmiatori, rapporto che si svolge su un piano extracontrattuale, ma tra questi e l'emittente a cui l'informazione finanziaria si riferisce. Pertanto, a rigore, il problema del conflitto di interessi di questi operatori non può essere inquadrato in termini di relazione fiduciaria e di opportunismo contrattuale nei confronti della generalità degli investitori. Ciò rende necessaria l'introduzione di presidi specifici.

In tema di revisione contabile, lo IOSCO ha dettato nell'ottobre 2003 standard internazionali che si muovono nella duplice direzione di garantire un monitoraggio più incisivo sulle società di revisione e di accrescerne l'autonomia di giudizio e l'indipendenza. In particolare, i Principi IOSCO raccomandando l'adozione di requisiti più rigorosi per quanto concerne la prevenzione, la gestione e la trasparenza dei conflitti di interesse, l'introduzione di limitazioni allo svolgimento di attività o al mantenimento di relazioni che minano l'indipendenza, l'istituzione di forme di controllo esterne conformemente ai *Principles for Auditor Oversight* (emanati dallo IOSCO nell'ottobre 2002) e la nomina dei revisori da parte di un organo indipendente dal management dell'emittente (es. *audit committee*). I Principi raccomandano, inoltre, che venga assicurata un'opportuna rotazione delle persone fisiche deputate alla revisione di uno specifico emittente e siano migliorate regole in materia di nomina e revoca degli incarichi. Anche in questo campo le raccomandazioni IOSCO appaiono fortemente influenzate dal nuovo sistema di vigilanza sulla revisione contabile introdotto negli Stati Uniti con il *Sarbanes-Oxley Act* e sono state opportunamente riflesse nella recente direttiva europea sulla revisione dei conti annuali (2006/43/EC).

L'Italia è tra i pochi paesi che prevede un controllo pubblico sulle società di revisione già da molto prima il manifestarsi delle problematiche di indipendenza nell'ambito dei crack finanziari.

Con il TUF si era assistito, tuttavia, ad un significativo depotenziamento del ruolo di vigilanza della Consob sul rapporto tra società di revisione e società revisionata, determinando quella che è stata definita una vera e propria “privatizzazione” della figura del revisore. L’indipendenza del revisore era favorita nel previgente regime da:

- la limitazione dell’oggetto sociale, requisito non rintracciabile in altri ordinamenti, ma che era stato possibile aggirare con l’accortezza di organizzare l’attività in network formati da soggetti distinti e collegati da intrecci proprietari e/o accordi economici relativi alla condivisione della clientela e del marchio;

- la definizione di situazioni di incompatibilità, in mancanza di attuazione dell’art. 160 TUF che delegava il Ministero di Giustizia l’individuazione della disciplina, continuavano ad applicarsi il regime previgente;

- la rotazione obbligatoria della società di revisione, il cui incarico poteva durare un massimo di tre esercizi, rinnovabile per non più di due volte; come emerso dal caso Parmalat, la norma non aveva impedito che nella pratica il revisore “catturato” continuasse a prestare i propri servizi per altre società chiave del gruppo.

La legge sul risparmio è intervenuta in modo significativo sulla disciplina dell’indipendenza, prendendo tuttavia a riferimento le riforme introdotte negli Stati Uniti con il *Sarbanes-Oxley Act*, anziché guardare agli sviluppi della normativa comunitaria, analoga nello spirito a quella americana, ma diversa nell’approccio generale. Mentre, infatti, la legislazione americana individua in via analitica le attività consentite o precluse al revisore ed al suo network sulla base di liste chiuse, la direttiva europea stabilisce principi di più ampia portata, quali un generale divieto di intrattenere relazioni che rischiano di compromettere l’indipendenza, ed un’autoresponsabilizzazione del revisore, chiamato ad individuare e gestire il conflitto analogamente a quanto previsto per i servizi di investimento (c.d. *principle-based approach*). Il legislatore italiano ha prediletto il primo modello, introducendo un nuovo regime di incompatibilità che vieta a società di revisione e relativa “rete” di prestare un elenco di servizi *non-audit* specificatamente indicato, senza prevedere una norma di chiusura in grado di “catturare” ipotesi di conflittualità ulteriori. Sorprende questa scelta normativa, considerato che ciò costringerà ad intervenire presto sulla materia per allineare le attuali disposizioni primarie con il diverso approccio comunitario. Si è accorta di questa discrepanza la Consob che, in sede di regolamentazione secondaria, dopo aver previsto specifiche presunzioni di incompatibilità, ha introdotto un criterio generale di chiusura per cui l’incompatibilità sussiste anche quando risulti nel caso specifico compromessa l’indipendenza del revisore. Permane inoltre il requisito tipicamente nostrano dell’esclusività dell’oggetto sociale, soluzione drastica che rischia di creare uno svantaggio competitivo per gli operatori italiani se non verrà ripensata in sede di recepimento della normativa comunitaria. A minare, infatti, l’indipendenza del revisore non è la prestazione in sé della prestazione congiunta di una pluralità di attività, quanto la circostanza che essa è svolta nei confronti del medesimo cliente soggetto in quel momento a revisione. Si registra, invece, un miglioramento della disciplina della rotazione obbligatoria, oggi estesa al responsabile del controllo dei bilanci. In linea con la direttiva comunitaria, la normativa emanata dalla Consob ha previsto, infine, regole di prevenzione, individuazione e gestione dei conflitti di interesse. Tali disposizioni appaiono tuttavia talvolta confuse, talaltra scarsamente efficaci e potrebbero essere migliorate.



Senz'altro coerenti con l'ordinamento internazionale appaiono le norme che regolano oggi in Italia l'indipendenza degli analisti finanziari, successivamente all'attuazione della direttiva sugli abusi di mercato e della MiFID. Gli standard IOSCO (*Statement of Principles for addressing sell-side securities analyst conflict of interest* del settembre 2003) raccomandano misure "core" di prevenzione, gestione e trasparenza, prevedendo un insieme articolato di incompatibilità, obblighi, e divieti quali: (i) limitazioni allo svolgimento di attività di trading (es. divieto di *dealing ahead*); (ii) obblighi di informazione al mercato circa la presenza di interessi finanziari dell'analista persona fisica o dell'intermediario presso cui egli presta servizio; (iii) divieto di indebite influenze da parte di altri comparti dell'intermediario presso cui si presta servizio; (iv) divieti di *reporting* interno; (v) generale obbligo di correttezza nei confronti della clientela e divieto di divulgare selettivamente informazioni. Tali previsioni, anch'esse del tutto analoghe a quelle introdotte dal legislatore statunitense successivamente ai dissesti del 2001, hanno fortemente permeato il diritto europeo, privo in precedenza di regole di armonizzazione in questo campo, e sono infine circolate nel nostro ordinamento in ottemperanza alle disposizioni comunitarie. Attualmente, si contemplan obblighi di informazione al mercato circa la sussistenza di conflitti di interessi nella diffusione di ricerche e studi, nonché di corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento, particolarmente ampi sia sotto il profilo soggettivo che oggettivo. Il *dealing ahead* è stato espressamente elencato tra le pratiche manipolative del mercato vietate ed è contemplato il divieto di fornire informazioni in via selettiva. Infine l'analisi finanziaria è stata inclusa dalla MiFID tra i servizi accessori, per cui ad essa vanno ad applicarsi le generali regole di condotta ed i specifici presidi relativi alla gestione dei conflitti pienamente in linea con le raccomandazioni internazionali.

Una situazione peculiare presenta invece il regime previsto per le agenzie di rating, la cui attività è stata per lungo tempo lasciata all'autoregolamentazione degli operatori e solo recentemente fatta oggetto di una prima disciplina negli Stati Uniti con il *Credit Rating Agency Reform Act* del settembre 2006. Si tratta di regole minimali, che non stabiliscono una riserva di attività, né disciplinano la professione nel dettaglio, ma che pur sempre rappresentano un primo significativo passo avanti verso un maggiore controllo sull'attività di valutazione del merito di credito, nonché un segnale di voler favorire un'apertura del settore a nuovi operatori attraverso il superamento di barriere all'entrata, che - in modo poco trasparente - hanno sinora favorito una forte concentrazione del mercato del rating.

In questo settore, lo IOSCO ha emanato un codice di condotta (*IOSCO Code of Conduct Fundamentals for CRAs*, del dicembre 2004) in cui confluiscono e vengono integrati gli obiettivi a cui l'attività di rating dovrebbe conformarsi, nonché gli strumenti di prevenzione e di gestione dei conflitti, tra le quali spiccano la trasparenza dei rapporti con gli emittenti ed la separazione giuridico-strutturale dei servizi *core* dalle altre attività, particolarmente la consulenza. Il codice si rivolge direttamente alle società di rating, invitate a comunicare al pubblico le modalità di attuazione dei principi contenuti nel documento secondo la logica del *comply or explain*.

Al pari di altre giurisdizioni, anche in Italia le società di rating sono state sottratte ad un sistema di controllo pubblico. Il rating rappresenta tuttavia un fondamentale strumento di valutazione dell'investimento finanziario sia per il piccolo investitore, che con una formula intuitiva e sintetica è in grado di comprendere una serie di condizioni altrimenti al di fuori delle proprie capacità cognitive, che con riferimento a strumenti finanziari complessi, come derivati di credito e prodotti strutturati; la sua importanza è destinata a crescere con l'entrata in vigore degli Accordi di

Basilea II. Il tema dell'indipendenza degli operatori in questo settore risulta allora particolarmente critico ai fini di una mobilitazione efficiente del risparmio e richiederà un ripensamento dell'attuale vuoto, sulla scorta delle iniziative già intraprese negli Stati Uniti. Quanto alla disciplina vigente, si segnala che la legge sul risparmio ha escluso dall'ambito di applicazione delle disposizioni di trasparenza dettate all'art. 114 del TUF non l'attività di valutazione del merito del credito, bensì le "agenzie di rating" (espressione priva di definizione nel TUF). Tale scelta normativa appare criticabile, alla luce delle distorsioni competitive che comporta un tale discriminazione soggettiva nei confronti di alcuni soltanto – e neanche chiaramente individuati - tra gli operatori di un settore già fortemente concentrato.

Ulteriori fonti internazionali rilevanti per la materia del conflitto di interessi nel settore mobiliare sono gli *OECD Principles of Corporate Governance*, emessi nel 1999 dall'OCSE e poi modificati nel 2004, in cui si provvede ad individuare principi di buon governo per le società quotate. La presenza di conflitti è riconducibile alla separazione delle funzioni di decisione da quella di assunzione di rischio che caratterizza le società che fanno ricorso al mercato di capitali. Il conflitto di interessi è un problema di agenzia che si riflette su un ampio spettro di rapporti endosocietari e la cui concreta dinamica dipende dalla configurazione complessiva del sistema giuridico-economico, dagli assetti proprietari e dal grado contentibilità delle società. Tale aspetto è ben riflesso nei Principi OCSE, in cui si riconosce l'esistenza di diversi modelli di capitalismo e, con essi, di differenti sistemi di *governance*, tutti astrattamente compatibili con forme di economia di libero mercato. Come è noto, a differenza dei mercati angloamericani in cui il capitale delle società è frazionato tra una moltitudine di azionisti, il sistema finanziario italiano presenta assetti di proprietà concentrata; sotto un profilo economico, il conflitto più significativo è quello tra i soci che detengono il potere di gestire la società ed il resto degli azionisti. L'aspetto cruciale è la tutela degli azionisti esterni da fenomeni di estrazione di benefici privati del controllo (ossia di utilità diverse dall'ordinaria remunerazione dell'investimento effettuato, come dividendi e *capital gain*) da parte del gruppo di comando. L'OCSE sottolinea che il rischio di espropriazione è particolarmente elevato in paesi, quali il nostro, dove è massiccia la presenza di forme di disallineamento tra potere di gestione e rischio sopportato, quali complesse strutture piramidali, patti di sindacato, *interlocking directorship*, partecipazioni incrociate. Bisogna riconoscere tuttavia che l'effetto *leverage* del disallineamento, se da un lato può procurare distorsioni particolarmente dannose per gli investitori, dall'altro ha supplito alla difficoltà delle società italiane di reperire capitali attraverso forme alternative all'autofinanziamento o alla proprietà pubblica.

I rimedi indicati dall'OCSE a soluzione delle problematiche del conflitto nell'ambito di assetti a proprietà concentrata sono costituiti da un insieme di strumenti preventivi e repressivi funzionali ad una migliore tutela dei soci di minoranza. In particolare, i Principi raccomandano:

- l'imposizione di uno stringente regime di trasparenza per tutto quanto concerne gli assetti proprietari, così da rendere possibile l'individuazione dei soggetti che realmente gestiscono e beneficiano della società;
- la definizione chiara di doveri fiduciari e di lealtà a carico degli amministratori nei confronti della società e di tutti gli azionisti, incluse pertanto le minoranze. In concreto, il dovere di lealtà – istituto caratteristico degli ordinamenti angloamericani e richiamato nei Principi in chiave di equivalenza funzionale - consiste in una serie di cautele procedurali e di vincoli sostanziali funzionali a contrastare possibili abusi da conflitto di interessi endosocietario. Espressione di lealtà è per

l'OCSE l'imposizione sul management dell'obbligo di comunicare al board ogni interesse proprio o di terzi che possa incidere sulla società e di astenersi dal partecipare alle relative decisioni, così da garantire l'indipendenza della gestione sociale;

- la centralità del ruolo di vigilanza del board per individuare e gestire correttamente i conflitti di interessi, in modo da prevenire l'abusiva disposizione del patrimonio sociale. A tali fini il board deve agire nel miglior interesse della società e degli azionisti, nonché avere accesso e assicurarsi di aver ottenuto informazioni complete, aggiornate e veritiere. La sua composizione deve essere tale da poter esercitare un giudizio obiettivo ed indipendente sulla gestione;

- statuizione dei compensi di amministratori e manager con ruoli chiave da parte di comitati interni composti esclusivamente o almeno in maggioranza da amministratori indipendenti e coinvolgimento dell'assemblea nell'approvazione dei piani di *stock option*;

- effettivi strumenti di ristoro in favore degli azionisti lesi da eventuali comportamenti abusivi. Tra i possibili rimedi successivi di tutela delle minoranze si menzionano in via esemplificativa l'azione sociale di responsabilità (*derivative actions*) e la tutela collettiva (*class action*);

- una disciplina dei gruppi che ne prevenga un uso distorto. I Principi sottolineano l'importanza che il dovere di lealtà sia correttamente formulato anche quando il board operi in una struttura di gruppo. La lealtà dei membri del consiglio è fedeltà nei confronti dei propri azionisti e giammai nei confronti della controllante. L'OCSE guarda con forte scetticismo alle teorie sui vantaggi compensativi, osservando che tali soluzioni necessitano di essere valutate con estrema attenzione, in quanto possono limitare il pieno spiegamento dei doveri fiduciari.

Il legislatore italiano sembra porsi su binari lontani da quelli raccomandati dall'OCSE, soprattutto a seguito delle novità introdotte con la riforma delle società.

- In Italia, i patti parasociali permangono il luogo dove si assumono le decisioni rilevanti per la vita sociale, con conseguente svuotamento degli organi societari. Il regime di trasparenza imposto alle società quotate nel TUF, e poi parzialmente esteso alle società che fanno ricorso al mercato di rischio, non risolve la questione, in quanto si limita a stabilire la pubblicità dell'accordo parasociale in sé, senza "catturare" le singole decisioni concretamente assunte nell'ambito del patto. Nulla dice la nostra normativa circa i limiti della loro validità, né si dettano presidi per garantirne la compatibilità con le esigenze di tutela degli investitori. Un possibile parziale scardinamento dell'attuale stato di opacità potrebbe intervenire qualora la giurisprudenza interpretasse la novellata norma sugli interessi degli amministratori nel senso ampio di imporre a coloro che agiscano di fatto come rappresentanti di un patto, di comunicare se e quando stiano attuando una decisione intrapresa dai paciscenti e di specificarne i contenuti. Sebbene a decidere l'operazione sarebbe comunque un consiglio di amministrazione tendenzialmente dominato da quegli stessi paciscenti, la *disclosure* avrebbe il positivo effetto di rendere edotti della decisione extrasociale gli altri amministratori e l'organo di controllo.

- Il nuovo modello di disciplina del conflitto di interessi degli amministratori presenta una logica di fondo del tutto contraddittoria ed inadeguata. Da un lato si è introdotto un dovere di informare il consiglio circa la sussistenza di qualunque interesse, dall'altro non si prevede alcun dovere di astensione da parte dell'amministratore interessato, come richiesto invece dall'OCSE (e senz'altro praticato negli Stati Uniti e nel Regno Unito). In questo modo, il conflitto non è mai neutralizzato *ex ante*: l'unico interprete della compatibilità dell'interesse particolare con quello sociale diviene paradossalmente un consiglio influenzato. Inoltre, allo stato è assai dubbio stabilire se

l'amministratore in conflitto che partecipi alla deliberazione sia obbligato a votare dando prevalenza all'interesse della società, ed anche a ritenere tale dovere di fedeltà implicitamente vigente, l'onere probatorio a carico dell'attore che voglia far valere in giudizio la responsabilità dell'amministratore sarà particolarmente pesante. Infine, le nuove norme non sanzionano la violazione in sé degli obblighi procedurali, a meno che si verifichi un danno per la società, con ciò riducendo ulteriormente l'efficacia preventiva delle disposizioni. Anche la norma penale è stata modificata in senso insoddisfacente. La fattispecie non vieta più all'amministratore di votare in modo interessato, si richiede anzi la sussistenza del dolo specifico di ingiusto profitto ed intenzionalità dell'evento dannoso, oltre che la procedibilità a querela della persona offesa (ossia di regola del medesimo gruppo di comando che ha nominato l'amministratore infedele), con ciò riducendo le possibilità applicative della disposizione.

- In presenza di deleghe di gestione, i membri del consiglio rispondono solo se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non abbiano fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose. Prima della riforma, questa limitazione si giustificava con la presenza di un generale dovere in capo a ciascun consigliere di vigilare sull'andamento della gestione e, dunque, di una corrispondente eventuale *culpa in vigilando* rispetto agli atti di competenza degli amministratori delegati o del comitato esecutivo. La nuova formulazione dell'art. 2392 c.c. non contempla più tale compito di vigilanza del c.d.a., ma delinea un ruolo più passivo del consiglio, chiamato ad agire in base alle *informazioni e delle relazioni ricevute*, senza soggiacere tuttavia ad un obbligo di informarsi. Manca inoltre un dovere generale a carico del consiglio di vigilare per prevenire i conflitti di interesse; al contrario il consiglio si limita a valutare l'opportunità di un'operazione interessata, laddove l'amministratore di sua iniziativa abbia comunicato la sussistenza di un proprio interesse.

- Considerata la pervasività degli intrecci esistenti in Italia tra maggioranza azionaria e dirigenza e tra questi e le banche, non esiste definizione di indipendenza capace di catturare tutte le possibili colleganze tra amministratori e gruppo di comando e meno che mai vi riesce quella offerta dall'ordinamento italiano. In questo contesto, la previsione del voto di lista e la nomina da parte delle minoranze in almeno un amministratore consiglio introdotte dalla legge sul risparmio rischia di favorire gli intrecci tra dirigenza ed enti creditizi amici della maggioranza e/o portatori di interessi propri, con la conseguenza rafforzare i conflitti o introdurne di nuovi, anziché favorire la gestione di quelli già presenti. Un'occasione di rinnovo potrebbe di fatto intervenire per merito della crescente internazionalizzazione dei mercati finanziari, che favorisce l'entrata di investitori istituzionali stranieri nel capitale di società italiane. Considerato il maggiore attivismo di questi operatori e il loro genuino interesse alla valorizzazione dell'investimento, è possibile che una loro presenza incrementi la qualità dei controlli endosocietari. Per rendere il mercato italiano attraente agli occhi di investitori istituzionali esteri il legislatore italiano avrebbe dovuto garantire maggiori strumenti di *voice*, oltre che più efficaci rimedi contro comportamenti espropriativi da parte del gruppo di comando.

- A seguito della riforma è ulteriormente scomparso l'obbligo di astensione dalla delibera assembleare a carico del socio interessato. Il codice si limita a prevedere che la delibera assembleare approvata con il voto determinante del socio in conflitto sia impugnabile qualora possa recare danno alla società. Di conseguenza, allo stato non esiste alcuna norma nel nostro ordinamento che valga a disciplinare *ex ante* il fenomeno del conflitto di interessi in seno all'organo

assembleare, né in termini di trasparenza, né di obblighi di astensione. Il legislatore della riforma ha inoltre mancato di codificare una disciplina degli abusi della maggioranza, istituto che avrebbe invece permesso di dare miglior rilevanza, come è opportuno in assetti di proprietà concentrata, la contrapposizione degli interessi del gruppo di comando e dei soci terzi.

- I rimedi successivi a disposizione dal socio leso restano nel nostro diritto del tutto insoddisfacenti; anzi, la riforma delle società ha comportato un sostanziale arretramento della tutela reale ed una insufficiente efficacia deterrente dell'apparato sanzionatorio.

- Successivamente alla legge sul risparmio la disciplina delle remunerazioni degli amministratori viene significativamente avvicinata alle raccomandazioni dell'OCSE. Si prevede l'approvazione da parte dell'assemblea dei piani di compensi basati su azioni o strumenti finanziari a favore degli amministratori ed una loro idonea pubblicità.

- La disciplina dell'attività di direzione e coordinamento introdotta con la riforma delle società incarna una teoria dei vantaggi compensativi del tutto ambigua, in quanto sembra consentire una valutazione dell'interesse sociale alla luce del più ampio contesto dei vantaggi di carattere *mediato e indiretto* complessivamente derivanti dall'appartenenza al gruppo ed il cui godimento è anche solo ragionevolmente futuro e non proporzionale al pregiudizio subito. Inoltre, con esiti paradossalmente circolari, a risarcire il danno sofferto dall'azionista e/o dal creditore è chiamata in prima battuta la società soggetta all'attività di direzione e coordinamento e, solo laddove non siano pienamente soddisfatti, essi potranno agire contro il soggetto che esercita la direzione. L'aver limitato poi soggettivamente l'applicazione della normativa agli enti comporta che il relativo regime di trasparenza non si applica alle persone fisiche detentrici in ultima istanza del comando.

- Manca allo stato una disciplina delle operazioni con parti correlate, strumento tipico di espropriazione dei soci terzi, che valga a garantirne la congruità. Il legislatore primario non fornisce criteri sostanziali, sicché si resta in attesa di un intervento in materia della Consob.

- Del tutto criticabile è l'intervento effettuato nella legge di riforma del risparmio sui paradisi legali, di tenore e logiche che non è eccessivo definire draconiane, come anche rigide e distorsive appaiono le misure attualmente in discussione con riferimento alla disciplina dei gruppi piramidali e delle scatole cinesi.

Più attenta alle indicazioni offerte dagli standard OCSE - sebbene eccessivamente ispirata a modelli di governance della proprietà diffusa – appare la disciplina autoregolamentare (Codice Preda). Tuttavia, dato lo scarso sviluppo del nostro mercato borsistico e la ridotta rilevanza del fattore reputazionale, i codici di autodisciplina non possono rivestire nel mercato italiano la medesima rilevanza che nei paesi anglosassoni. Inoltre, la limitata propensione delle società italiane a quotarsi fa sì che lo scalino normativo tra autoregolamentazione e disciplina codicistica favorisca fenomeni di arbitraggio regolamentare e disincentivi ulteriormente alla quotazione. Tutte le suddette lacune distanziano il nostro ordinamento dalla *best practice* internazionale ed evidenziano una generale miopia del legislatore, incapace di identificare le reali problematiche del nostro capitalismo e del nostro sistema di governance.

Irene Tagliamonte

Dottorato di ricerca in Diritto ed Economia – XX Ciclo