

1. Premessa.

1. Causa, oggetto e metodo dell'indagine conoscitiva.

A seguito dei recenti dissesti delle società Cirio e Parmalat, la cui insolvenza ha recato grave danno non soltanto ai possessori di strumenti finanziari da queste emessi, ma anche, in generale, alla fiducia dei risparmiatori e dei mercati finanziari, le Commissioni VI (Finanze) e X (Attività produttive) della Camera dei deputati e 6^a (Finanze) e 10^a (Industria) del Senato della Repubblica hanno ritenuto di dover approfondire l'analisi dei problemi posti in luce da queste vicende, con riguardo all'ordinamento italiano, in vista dell'adozione delle misure legislative che abbiano a palesarsi necessarie, così com'è accaduto in altri Stati in conseguenza di somiglianti fenomeni.

Le Commissioni hanno pertanto deliberato di procedere congiuntamente allo svolgimento di un'indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio.

Mediante quest'indagine le Commissioni hanno inteso verificare, anche attraverso l'analisi dei fatti che hanno portato ai due dissesti sopra menzionati:

1) quali siano gli strumenti e i canali di finanziamento delle imprese e quale il ruolo svolto dalle banche a questo riguardo;

2) quali siano le forme di partecipazione delle imprese alla gestione delle banche, con particolare attenzione alla loro influenza sulle scelte relative al merito di credito, quali gli strumenti e le modalità con cui le banche medesime possano incidere sulla gestione delle imprese, quali situazioni di conflitto d'interessi possano derivarne e quali siano i rimedi atti a prevenire o regolare tali conflitti;

3) quali siano il funzionamento e il grado d'idoneità dell'attuale sistema di controlli societari, interni ed esterni, rispetto al fine di assicurare la trasparenza della gestione finanziaria, di garantire la tutela dei diversi soggetti coinvolti e di evitare conflitti d'interessi, anche nella prospettiva dell'eventuale revisione della normativa in materia di diritto societario;

4) in quali forme e con quali strumenti gli organi preposti alla vigilanza esercitino la loro funzione di controllo rispetto alla situazione finanziaria delle imprese, in un quadro complessivo caratterizzato da un elevato grado di diversificazione delle fonti di finanziamento, e quale sia, in tale contesto, l'efficienza dell'attuale riparto di competenze in materia di vigilanza sui mercati finanziari tra la

Banca d'Italia, la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

Per ognuno di questi temi, l'indagine ha mirato alla ricostruzione sistematica — sul piano delle norme e delle prassi degli operatori — del complesso funzionamento dei rapporti fra i soggetti pubblici e privati che interagiscono nel sistema economico-finanziario e, parallelamente, all'individuazione degli elementi critici manifestatisi nel concreto svolgimento delle vicende Cirio e Parmalat. Le Commissioni hanno potuto valersi del contributo offerto dai rappresentanti del Governo, degli organi pubblici di vigilanza, degli ordini professionali, delle associazioni sindacali e di categoria, di istituti di credito e di altri soggetti operanti nel settore finanziario, nonché di qualificati esperti, ascoltati in una serie di audizioni che si è articolata nel corso di sedici sedute, tenutesi alternativamente presso le sedi del Senato e della Camera tra il 15 gennaio e il 20 febbraio 2004.

Durante lo svolgimento dell'indagine conoscitiva è sopravvenuto il disegno di legge presentato dal Governo in materia di interventi per la tutela del risparmio. Esso, ufficialmente presentato alla Presidenza della Camera il 16 febbraio 2004 e stampato con il numero di A. C. 4705, ha avuto pubblica ancorché informale circolazione già precedentemente nel testo deliberato dal Consiglio dei ministri il 3 febbraio. Pertanto il suo contenuto è stato oggetto di considerazioni e rilievi nel corso di talune audizioni.

L'indagine compiuta si colloca in un percorso ordinato e coerente che, attraverso l'acquisizione di dati ed elementi di conoscenza, dovrà favorire l'assunzione delle iniziative e l'esercizio delle funzioni spettanti alla competenza del Parlamento, per offrire un'efficace risposta politica ad una questione grave e complessa che, per la sua incidenza sugli interessi dei cittadini e dei risparmiatori, sul funzionamento del sistema economico-finanziario nazionale anche nelle sue relazioni con i mercati e gli ordinamenti esteri, sull'esercizio dei poteri di regolazione, vigilanza e controllo dello Stato, sollecita l'attenzione e la responsabilità delle istituzioni politiche ai loro massimi livelli. È auspicio diffuso che questo processo conoscitivo, attraverso la collaborazione delle istituzioni e dei soggetti operanti nel settore, possa condurre alla maturazione di decisioni le quali, per la gravità dei problemi e per la rilevanza generale degli interessi da tutelarsi, dovranno essere assunte con l'apporto propositivo e il concorso deliberativo di tutte le parti politiche, affinché i principi e gli istituti di garanzia che verranno introdotti in una necessaria opera di riforma siano sostenuti dalla massima condivisione e dal più ampio consenso possibile.

2. Le recenti crisi finanziarie in Italia: i casi Cirio e Parmalat.

2. 1. L'evoluzione del mercato finanziario italiano nel contesto internazionale.

Le vicende che hanno dato occasione all'indagine conoscitiva debbono essere inquadrare nell'evoluzione che, nel contesto interna-

zionale, anche il sistema finanziario italiano ha registrato nell'ultimo decennio, e rispetto alla quale vengono qui in rilievo gli aspetti riguardanti il finanziamento delle imprese, il ruolo svolto in quest'ambito dalle banche e la loro conseguente definizione funzionale.

Secondo l'analisi presentata a questo riguardo dal Ministro dell'economia e delle finanze (1), ad una prima fase (cronologicamente situata nel periodo che intercorre tra la ricostruzione post-bellica e gli anni ottanta del secolo appena terminato), in cui istituti di credito specializzati a medio termine hanno finanziato le imprese attraverso l'emissione di propri titoli obbligazionari in regime di privilegio legale, ne è seguita una seconda (corrispondente agli anni novanta), nella quale si sono diffuse le emissioni in euro-lire, in un contesto di progressiva liberalizzazione. La terza e attuale fase è connotata dall'emissione di obbligazioni societarie da parte delle imprese con il sostegno delle banche.

In questa fase il Ministro ha ravvisato il manifestarsi di alcuni aspetti patologici:

1) l'andamento asimmetrico del sistema delle imprese rispetto al settore creditizio;

2) la traslazione — talora forzosa — dei rischi dalle banche a terzi (fondi, risparmiatori) attraverso le emissioni obbligazionarie e il loro collocamento;

3) da parte delle imprese, l'aggiramento del rapporto legale tra capitale sociale ed emissioni obbligazionarie attraverso le emissioni all'estero e la garanzia su emissioni di società collegate aventi sede all'estero;

4) da parte delle imprese e delle banche, l'aggiramento della normativa sul collocamento di prodotti finanziari, attraverso emissioni sull'euromercato destinate ad investitori istituzionali (con prospetti semplificati) e loro successiva diffusione presso il pubblico senza le garanzie di legge.

Questo complesso di elementi patologici delinea una crisi la quale — secondo l'analisi del Ministro — non è di origine industriale, ma è una crisi finanziaria, che non si esaurisce in un caso, nell'uso improprio di uno strumento, in uno specifico errore di valutazione, ma si estende e si sviluppa in una serie connessa di casi, di strumenti, di errori (2).

Dalla fine degli anni novanta, le maggiori imprese industriali italiane hanno mutato la composizione e la struttura dei loro debiti finanziari, preferendo ricorrere alle emissioni obbligazionarie piuttosto che all'accrescimento del debito verso le banche. Contestualmente è variata la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie, nella quale (come si vedrà meglio più avanti, sezione 4. 1.) è cresciuto il peso degli strumenti finanziari. Lo sviluppo del mercato obbligazionario si è concentrato fra 1999 e 2002, in una fase congiunturale di ribasso dei corsi azionari e di ristagno economico, nella quale — come rilevato dalla letteratura economica — è più probabile il manifestarsi di crisi societarie, anche legate a condotte fraudolente (3).

Nel sistema finanziario si è venuto quindi sviluppando in questo periodo un più spiccato orientamento verso il mercato, che, tanto più ove manchi un'adeguata diffusione degli investitori istituzionali, è caratterizzato — come ha segnalato il Presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) — da una più accentuata instabilità dovuta alla maggiore discrezionalità delle imprese rispetto a decisioni di accrescimento dell'indebitamento e alla maggiore facilità con cui, attraverso la diffusione degli strumenti finanziari, il rischio d'impresa può essere trasferito alle famiglie e a investitori non soggetti a controllo di stabilità (4).

Il fenomeno dei fallimenti di emittenti con obbligazioni diffuse è particolarmente sensibile nei sistemi finanziari (come quelli anglosassoni) in cui più intensamente operano le dinamiche di mercato.

Sono significativi a questo riguardo i dati richiamati dai rappresentanti dell'Associazione bancaria italiana (ABI) e della Confindustria, che concorrono a meglio collocare nel più ampio contesto europeo le vicende recentemente occorse in Italia.

I casi d'insolvenza relativi a obbligazioni societarie verificatisi in Europa dal 1990 al 2002 sono stati 103 (32 dei quali nel solo anno 2002), per un ammontare complessivo di 65,6 miliardi di euro. In particolare, per gli anni 2001 e 2002, il valore complessivo degli strumenti obbligazionari non rimborsati è stato in Europa di 11 miliardi e 300 milioni di euro nel 2001 e di 43 miliardi e 300 milioni di euro nel 2002. Nel 2001, il tasso medio di *default* delle obbligazioni dei titoli classificati come speculativi è stato del 12,3 per cento, nel 2002 è asceso al 20,7 per cento, mentre per il 2003 il dato disponibile al mese di novembre è del 7,7 per cento. La gran parte dei casi d'insolvenza (la metà rispetto al numero di operazioni e i due terzi dal punto di vista del loro valore) si è registrata in Gran Bretagna. Solo due casi hanno riguardato società italiane, il primo, nel 2002 (Cirio), per un controvalore di 1,1 miliardi di euro, il secondo, nel 2003 (Parmalat), per circa 7 miliardi di euro (5).

2. 2. I casi Cirio e Parmalat.

Le vicende che hanno portato al dissesto delle società Cirio e Parmalat con l'emersione di responsabilità, anche di carattere penale, che sono attualmente oggetto di accertamento da parte delle competenti autorità, manifestano tratti comuni, i quali possono genericamente individuarsi nella mancata corrispondenza tra la realtà finanziaria e produttiva delle società e dei gruppi ad esse facenti capo e le rappresentazioni fornite nei rispettivi bilanci. In entrambi i casi è dato ravvisare comportamenti fraudolenti da parte degli amministratori.

Nel caso Cirio, infatti, è risultato che i bilanci occultavano perdite, riportando crediti poi rivelatisi inesigibili, in particolare verso società correlate facenti capo al medesimo soggetto proprietario (6). Le obbligazioni emesse, prive di *rating*, rappresentavano una componente elevata dell'indebitamento complessivo (7). Indagini su comportamenti fraudolenti degli amministratori e di altri soggetti sono in corso da parte dell'autorità giudiziaria.

Più articolata è l'analisi della vicenda Parmalat, le cui origini risalgono assai addietro negli anni.

La crescita del gruppo è avvenuta nel tempo attraverso una graduale estensione delle produzioni e l'acquisizione di imprese in Italia e all'estero (alla fine del 2002 il gruppo era composto da 213 società aventi sede in 50 Stati; solo 30 di esse in Italia). Parallelamente si verificava l'internazionalizzazione dell'operatività nel campo finanziario, comprendente il reperimento di risorse sui mercati e l'attribuzione di fondi — poi risultati inesistenti — a controllate estere. Acquisizioni e investimenti erano finanziati attraverso l'indebitamento.

La società di *rating* Standard & Poor's ha ricordato a questo proposito come, nonostante gli alti livelli di disponibilità liquide, Parmalat abbia sempre spiegato il ricorso al debito adducendo motivi di ottimizzazione fiscale e, in tempi più recenti, l'intendimento di rifinanziarsi sul mercato dei capitali sfruttando opportunità offerte dall'andamento dei corsi per allungare le scadenze del proprio indebitamento (pratiche le quali, secondo la suddetta società, sarebbero per altro comuni a molte società italiane ed europee) (8).

Attraverso varie società del gruppo, la Parmalat si è pertanto finanziata ampiamente sul mercato internazionale dei capitali; in particolare, a partire dal 1997 sono state effettuate 32 emissioni obbligazionarie per circa 7 miliardi di euro, per più dell'80 per cento delle quali il collocamento è stato curato da importanti banche estere, che hanno altresì concesso finanziamenti al gruppo (9).

Fra queste operazioni, l'acquisizione delle attività del gruppo Cirio nel settore del latte venne sottoposta nel 1999 a condizioni da parte dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, la quale prescrisse la cessione di alcuni marchi e stabilimenti. Secondo quanto esposto alle Commissioni dal Presidente di quest'Autorità, pur in presenza di dubbi sull'effettivo adempimento delle prescrizioni formulate, non è stato possibile operare accertamenti sui soggetti esteri cui Parmalat aveva ceduto le suddette attività, e soltanto le ultime vicende hanno palesato l'intervenuta elusione delle norme sulla concorrenza (10).

In tale contesto viene a situarsi un'alterazione dei bilanci societari operata mediante l'iscrizione di attività finanziarie inesistenti, prolungata nel tempo e sostenuta dalla falsificazione di documenti ad opera di soggetti appartenenti alla società. Questa condotta dolosa è stata resa possibile dall'inefficacia dei controlli interni ed esterni, per cui — salvo l'accertamento delle responsabilità nelle sedi giudiziarie — possono ipotizzarsi la negligenza o la connivenza di persone che per ufficio avrebbero dovuto vigilare sulla gestione e accertare la correttezza e la veridicità dei bilanci (11).

La vicenda si configura quindi — secondo le parole del Presidente della CONSOB — come « un fenomeno criminoso costituito da condotte di rilievo penale, plurioffensive, poste in essere dolosamente da più soggetti in concorso fra loro » (12). Anche secondo il giudizio del Governatore della Banca d'Italia, il dissesto della Parmalat nasce da « episodi ripetuti di criminalità nella gestione d'impresa », e dimostra che « l'inosservanza della legge e la mancanza di un solido

riferimento etico per i comportamenti degli operatori possono costituire un grave intralcio al funzionamento del sistema economico e finanziario » (13).

Su tale ricostruzione dei fatti relativi alla condotta degli amministratori nei due casi esaminati e sulla valutazione circa l'insufficienza dei controlli interni sulla gestione e dei controlli esterni rimessi ai responsabili della revisione dei bilanci non sembrano sussistere sostanziali divergenze di valutazione tra i soggetti ascoltati nel corso dell'indagine. Opinioni diverse sono state invece espresse circa la condotta degli istituti di credito e degli organi di vigilanza: su questi aspetti sarà quindi necessario un esame più dettagliato, che verrà svolto a suo luogo (rispettivamente, nelle sezioni 4 e 9).

PARTE I

SISTEMA DELLE IMPRESE E MERCATI FINANZIARI

3. I rapporti tra banche e imprese.

La prima questione verso cui nell'indagine le Commissioni hanno diretto la propria attenzione riguarda il rapporto tra banche e imprese, sotto il duplice aspetto delle forme e degli strumenti di finanziamento delle attività industriali, con il ruolo svolto in ciò dalle banche, e dei rapporti intercorrenti fra sistema creditizio e sistema delle imprese sul piano delle partecipazioni azionarie, dei rispettivi incroci e dei conflitti d'interessi che possono derivarne.

3. 1. Il finanziamento delle attività d'impresa e i suoi strumenti.

Nel quadro d'evoluzione storica delineato nelle pagine precedenti (paragrafo 2. 1) è agevole ravvisare la trasformazione del rapporto fra l'impresa e il credito, che, da un sistema caratterizzato dall'attività di istituti specializzati per il credito a medio e lungo termine, in cui le banche erano i principali erogatori di finanziamenti al sistema industriale, ha portato nell'ultimo decennio dello scorso secolo ad una sensibile crescita delle forme di finanziamento diretto delle imprese attraverso il ricorso al mercato, in particolare con emissioni obbligazionarie rispetto alle quali le banche hanno assunto la funzione di collocamento e intermediazione.

L'effetto di ciò non è stato, per altro, secondo quanto è emerso nel corso dell'indagine, la sostituzione del credito bancario con il finanziamento obbligazionario, almeno al livello complessivo del sistema. La forte crescita di tale forma di finanziamento negli ultimi anni non si è infatti accompagnata a una diminuzione degli impieghi bancari, che hanno avuto invece un rilevante incremento: nel periodo 1997-2002, i prestiti bancari sono aumentati di 174 miliardi di euro, mentre l'ammontare delle obbligazioni delle imprese è cresciuto di 65 miliardi di euro. Ad avviso del Presidente dell'ABI, che ha segnalato questi dati, lo sviluppo dei prestiti obbligazionari s'inserisce in un più generale processo di consolidamento della struttura finanziaria delle

imprese italiane, ancora sbilanciata sul breve termine. Tale processo è stato obiettivamente favorito dall'avvento dell'euro e dalla convergenza dei tassi di interesse italiani verso i livelli europei (14).

Da quanto esposto consegue che gl'istituti bancari svolgono attualmente un duplice ruolo nel sistema: da un lato essi possono orientare lo sviluppo industriale attraverso le scelte effettuate relativamente alla concessione del credito, dall'altro si propongono come interlocutori delle imprese che seguono la via del finanziamento diretto sul mercato dei capitali, sia nelle attività connesse alla loro quotazione in borsa (valutazione e collocazione delle quote di capitale), sia in quelle relative al collocamento dei prestiti obbligazionari da queste emessi.

Lo sviluppo degli aspetti finanziari nello svolgimento delle attività d'impresa ha comportato altresì l'assunzione di partecipazioni incrociate, con la detenzione di quote di capitale degl'istituti bancari da parte di gruppi industriali e la presenza di imprenditori e amministratori di questi ultimi negli organi di gestione delle banche.

La rete di relazioni derivante dalla situazione in sintesi descritta, come da più parti è stato rilevato, contiene intrinsecamente le cause di potenziali conflitti d'interessi sia nel rapporto fra gl'istituti di credito e le imprese, sia nella funzione d'intermediazione finanziaria svolta dalle banche nei riguardi degli investitori. Riservando l'esame di quest'ultimo aspetto alla sede appropriata (sezione 4. 4), nel successivo paragrafo si tratterà di quanto attiene agli elementi di conflitto inerenti alla prossimità fra soggetti operanti nel credito e nell'industria.

3. 2. I conflitti d'interessi nel finanziamento bancario delle imprese.

Nell'annunciare gli intendimenti del Governo per una più appropriata regolazione del rapporto fra banca e impresa, il Ministro dell'economia e delle finanze ha enunciato l'obiettivo di pervenire a una disciplina delle incompatibilità volta a evitare l'influenza delle imprese debtrici sulla gestione della banca e sulle decisioni in materia di finanziamento (15).

Attualmente la separazione tra banca ed impresa è affidata in sostanza a tre strumenti: il divieto per le imprese di possedere partecipazioni in misura superiore al 15 per cento nel capitale delle banche; l'obbligo di autorizzazione qualora siano superate le soglie fissate dalla Banca d'Italia (articolo 19, comma 2, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, emanato con decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385); l'assoggettamento della concessione di fidi nei riguardi di membri del consiglio d'amministrazione delle banche all'approvazione unanime del consiglio stesso (articolo 136 del medesimo testo unico bancario) (16).

Ha rilevato il professor Marco Onado che, tra questi strumenti, solo il primo sembrerebbe oggi necessario (anche se non sufficiente). Il secondo, infatti, appare superato perché non si vede su quali basi l'Autorità di vigilanza potrebbe desumere dal passaggio, ad esempio, di una partecipazione dal 9,9 al 10,1 per cento l'intenzione di un

azionista-imprenditore di passare da un ruolo di semplice investitore a quello di utilizzatore privilegiato del credito. Riguardo al terzo strumento, ha osservato come esso assicuri pubblicità all'interno del consiglio d'amministrazione e degli organi sociali, ma non sembra sufficiente di fronte ai problemi attuali (17).

L'esigenza di rendere più rigida la disciplina dei rapporti fra banche e imprese è stata segnalata anche da altri intervenuti, a partire dal Ministro delle attività produttive (18).

Il Presidente della CONSOB ha formulato l'opinione che le occasioni di conflitto rappresentate dalla partecipazione d'imprenditori ai consigli d'amministrazione di istituti di credito potrebbero essere eliminate *in radice* vietando tale partecipazione ovvero la concessione di finanziamenti alle imprese interessate (19). Per ovviare al potenziale conflitto d'interessi risultante dalla presenza d'imprenditori nell'azionariato bancario, il Governatore della Banca d'Italia ha suggerito una più stringente definizione della nozione di soggetto industriale collegato e una disciplina più rigorosa sulla contemporanea posizione di amministratore e di affidato della banca (20).

Secondo il Presidente del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, le regole da adottarsi a questo proposito dovrebbero tendere ad evitare sia l'ingerenza delle banche nelle scelte industriali sia, per converso, l'influsso che azionisti delle imprese esposte, presenti nei consigli d'amministrazione o nei patti di sindacato degli istituti di credito, potrebbero esercitare sulle decisioni relative all'erogazione di finanziamenti. Occorre considerare, in quest'ultima ipotesi, anche la possibilità che il soggetto industriale tenda a favorire le proprie attività in maniera indiretta, orientando le scelte di concessione del credito verso iniziative non confliggenti con l'area di suo interesse (21).

Si tratta di un rischio particolarmente sentito dalle piccole e medie imprese in rapporto alla sproporzione che, ad avviso dei rappresentanti della Confapi — ma al problema ha fatto riferimento anche il Presidente della Confindustria —, sussisterebbe tra i finanziamenti a queste attribuiti e quelli concessi alla grande impresa, in misura preponderante e con effetti ritenuti distorsivi (22). Deve per altro avvertirsi a questo riguardo che, secondo quanto indicato dal Presidente dell'ABI, l'attenzione dedicata dalle banche italiane al comparto delle imprese di minori dimensioni risulterebbe comparativamente superiore rispetto al panorama europeo (23).

Diverso avviso è stato espresso nella nota consegnata dal Presidente della Confindustria, secondo cui — premesso che « le attuali istruzioni della Banca d'Italia sulla separatezza tra banca e impresa, che impongono limiti di partecipazione al capitale bancario e ai cosiddetti grandi fidi, se efficacemente applicate, rappresentano lo strumento adatto per prevenire conflitti d'interessi » — sarebbe possibile intervenire per rendere più trasparenti gli assetti proprietari delle banche, imponendo una maggiore informazione sui rapporti di partecipazione al capitale delle stesse e di finanziamento dell'impresa e diffondendo più ampiamente fra le banche, anche non quotate, i principi di governo societario indicati per le imprese. Non viene invece considerata risolutiva l'eventuale imposizione di divieti all'assunzione

di funzioni d'amministrazione, direzione e controllo presso la stessa banca o società verso la quale l'imprenditore abbia un'esposizione debitoria significativa: anche rispetto a situazioni di tal genere, Confindustria riterrebbe preferibili interventi atti a migliorare la comunicazione e l'informazione al pubblico (24). Nel corso del suo intervento, il Presidente di quest'associazione ha ribadito alcuni dei punti sopra riferiti, aggiungendo che il solo criterio dell'entità dell'esposizione debitoria non sarebbe a suo giudizio dirimente per la soluzione del problema. In generale, pur dichiarandosi persuaso della necessità di evitare commistioni tra banche e imprese e tra le diverse forme di attività bancaria, ha osservato che l'adozione del modello della banca universale deriva dalle crescenti dimensioni della competizione, anche internazionale, che obbliga gl'istituti a svolgere un sempre maggior numero di compiti (25).

Con specifico riferimento al ruolo del consiglio d'amministrazione degl'istituti di credito e alla prevenzione di eventuali conflitti d'interessi, ad avviso dell'ABI deve ritenersi sufficiente il presidio posto dall'articolo 136 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, che per gli atti di compravendita, le obbligazioni e le operazioni di finanziamento effettuate con una banca o una società facente parte di un gruppo bancario da chi svolga funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la banca o la società stessa o presso altra banca o società del medesimo gruppo richiede — fermi restando i previsti obblighi d'astensione — la deliberazione unanime dell'organo di amministrazione, il voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo e, nel caso di gruppi, l'assenso della capogruppo. L'articolo 40 del disegno di legge A. C. 4705 precisa che queste disposizioni si applicano a chi esercita funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una banca o altra società facente parte del gruppo di questa, alla società che gli stessi soggetti controllano o presso cui svolgono le suddette funzioni, nonché alle altre società facenti parte del medesimo gruppo (26).

La necessità di più penetranti misure è stata invece sostenuta dal professor Marco Onado, ad avviso del quale la richiamata disposizione del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia non è più sufficiente in presenza di convergenti interessi dei dirigenti bancari e degli amministratori d'imprese industriali, rispettivamente miranti a conservare immutati assetti societari loro favorevoli, a proteggere l'indebitamento accumulato e, per converso, ad assicurarsi l'accesso privilegiato al credito e ai servizi finanziari (27).

4. *Gli strumenti finanziari.*

Si è rilevata nel precedente paragrafo l'accresciuta importanza che gli strumenti finanziari sono venuti assumendo nel quadro delle strategie d'impresa e segnatamente dell'acquisizione di risorse per lo sviluppo delle attività commerciali. È dunque necessario approfondire, anche attraverso la ricostruzione delle vicende che hanno dato occasione all'indagine, la riflessione sull'impiego di questi strumenti — in particolare le obbligazioni societarie —, sul contesto nel quale si è collocato il loro recente sviluppo, sulle forme di collocamento e di

diffusione tra il pubblico e sui conflitti d'interessi che possono determinarsi in quest'ambito.

4. 1. Evoluzioni nell'allocazione delle risorse finanziarie delle famiglie.

La trasformazione intervenuta nelle forme di finanziamento delle imprese commerciali secondo quanto sopra descritto (sezione 3. 1) è caduta in coincidenza con un rilevante mutamento nelle scelte compiute dalle famiglie relativamente all'allocazione delle proprie disponibilità finanziarie.

Il Governatore della Banca d'Italia ha svolto nella sua audizione un significativo confronto tra la situazione risultante a metà degli anni novanta e quella registrata nel secondo anno del nuovo secolo (28).

Il raffronto fra la situazione del 1995 e quella del 2002 evidenzia i seguenti fatti:

per quanto riguarda il finanziamento del settore pubblico, gli 82.031 milioni di euro ricevuti nel 1995 provenivano per oltre la metà dalle famiglie (43.763 milioni, pari al 53,35%); nel 2002, su complessivi 46.250 milioni di euro, provenivano dalle famiglie 19.101 milioni (pari al 41,3%);

per quanto riguarda il finanziamento delle imprese, nel 1995, su finanziamenti non azionari per complessivi 28.829 milioni di euro è sostanzialmente assente l'apporto delle famiglie, che nel 2002 ammonta invece a 8.861 milioni di euro (pari al 10,1% su complessivi 87.699 milioni); in quest'ambito, l'apporto delle banche è rispettivamente di 22.022 milioni (pari al 76,39%) nel 1995, di 36.620 milioni (pari al 41,76%) nel 2002. La componente obbligazionaria, sostanzialmente assente nel 1995, registra nel 2002 nuovi finanziamenti per 35.426 milioni di euro (pari al 40,39% del totale dei finanziamenti non azionari): ad essa concorrono le famiglie per 8.937 milioni di euro, le imprese e società finanziarie per 6.562 milioni, operatori esteri e altri soggetti per 21.893 milioni, mentre in quest'anno le banche riducono la loro quota per 1.966 milioni.

Ne risulta che, dalla seconda metà degli anni novanta, il mercato obbligazionario si sviluppa in Italia parallelamente agli altri paesi dell'area euro. In questo periodo, la composizione della ricchezza delle famiglie — ferma restando la prevalenza della destinazione verso la raccolta bancaria — tende a dirigersi sempre più verso azioni e obbligazioni, il cui ammontare detenuto dalle famiglie è stimabile alla fine del 2002 in 294 miliardi di euro (di cui 30 miliardi in obbligazioni, a fronte dei 6 miliardi stimati per il 1995). Si aggiungono obbligazioni emesse da imprese e banche estere per 92 miliardi.

In questo quadro si collocano le vicende Cirio e Parmalat, che, secondo le stime effettuate dalla stessa Banca d'Italia, avrebbero coinvolto, rispettivamente, circa trentamila e circa ottantacinquemila famiglie detentrici di obbligazioni emesse da queste società (29).

L'effetto della crisi è stato aggravato dal limitato sviluppo d'intermediari operanti con un orizzonte di lungo termine e in grado di diversificare il proprio portafoglio azionario e obbligazionario, in

quanto, sebbene crescente, è ancora limitata la quota delle attività finanziarie delle famiglie gestita da investitori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni e fondi pensione), rimanendo ampiamente diffusa presso i risparmiatori l'assunzione diretta delle decisioni d'investimento (30). Su quest'aspetto ha insistito anche il Presidente dell'ABI, secondo cui — a fronte di un'azione finora poco incisiva, anche da parte dei soggetti pubblici, per rendere i cittadini consapevoli della mutata struttura del sistema finanziario — sarebbe quindi interesse generale favorire sempre più l'utilizzo dei prodotti gestiti o dei servizi di gestione professionale, in grado di disporre delle competenze necessarie per manovrare su mercati complessi, e forniti di una massa critica tale da consentire un'equilibrata assunzione dei rischi (31).

Nonostante il processo sopra descritto, il ricorso alle emissioni obbligazionarie per il finanziamento delle imprese risulta in Italia ancora significativamente inferiore rispetto alla misura rilevata in altri sistemi finanziari: secondo i dati forniti dal Presidente dell'ABI, le obbligazioni societarie costituiscono in Italia il 16 per cento del complesso dei debiti finanziari, da raffrontare con una media europea del 22,3 per cento e con una misura pari a quasi un terzo del totale delle fonti di finanziamento negli Stati Uniti d'America (32). In questo contesto, la possibilità di valersi del mercato obbligazionario è ritenuta irrinunciabile per lo sviluppo delle imprese, e la diffusione di atteggiamenti di sospetto indiscriminato nei riguardi di questa forma di finanziamento potrebbe recare grave danno alle imprese stesse, al mercato finanziario e all'intero sistema economico nazionale (33).

4. 2. Le modalità di emissione e negoziazione dei titoli.

Nel corso dell'indagine, numerosi interventi — anche sulla base delle notizie apparse su organi di stampa circa le perdite lamentate da piccoli investitori a seguito dell'insolvenza delle due società suddette — hanno posto in questione la condotta delle banche nella diffusione dei titoli obbligazionari presso i propri clienti, sia sotto l'aspetto dell'idoneità dell'informazione fornita a risparmiatori non necessariamente provvisti di adeguata competenza e consapevolezza, sia sotto quello della correttezza delle procedure osservate nella cessione dei titoli, sia, infine, rispetto all'ipotizzata traslazione di rischi che, precedentemente assunti dalle banche medesime attraverso la concessione di crediti alle società interessate, sarebbero stati poi trasferiti mediante il collocamento di corrispondenti emissioni obbligazionarie con operazioni per questo sospettabili di conflitto d'interessi.

A questo riguardo, il Ministro dell'economia e delle finanze ha richiamato l'attenzione su una pratica che, attraverso l'emissione di titoli destinati a investitori professionali su mercati esteri e la loro successiva diffusione tra il pubblico, al di fuori delle forme e delle garanzie prescritte dalla legge per gli strumenti volti a sollecitare l'investimento, rende possibile il sostanziale aggiramento della normativa sul collocamento dei prodotti finanziari (34).

Con specifico riferimento al caso Parmalat, il Ministro ha inoltre espresso l'avviso che nella condotta degli istituti di credito possano

ravvisarsi anomalie riferibili ad un processo di sostituzione tra affidamenti bancari ritirati e corrispondenti emissioni obbligazionarie (35).

Altri soggetti ascoltati nel corso dell'indagine hanno esposto a questo riguardo posizioni in parte differenti.

Si è rilevato, in generale, che per le emissioni quotate o collocate con sollecitazione all'investimento sul mercato italiano valgono le regole e le procedure di trasparenza prescritte dal testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria emanato con decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Le obbligazioni emesse da imprese private senza *rating* né prospetto sono invece riservate agli investitori professionali. Se tuttavia, dopo l'iniziale sottoscrizione, le obbligazioni sono cedute a investitori individuali (anche piccoli risparmiatori) dietro loro richiesta, si applicano le regole previste per la negoziazione, e non vi è quindi obbligo di prospetto. Come avvertito nel documento consegnato alle Commissioni dall'Assonime, « la linea sottile tra sollecitazione (attiva) e negoziazione (passiva) lascia aperto un varco per comportamenti impropri degli intermediari » (36).

Secondo il Presidente della CONSOB, nella vicenda Cirio si sono verificati da parte di istituti di credito, in misura da determinare, casi di diffusione di prestiti obbligazionari, originariamente riservati a investitori istituzionali, presso la clientela non professionale. Per questo, la CONSOB, anche avvalendosi della collaborazione della Banca d'Italia, ha intrapreso accertamenti sulla condotta degli intermediari bancari che avrebbero ceduto a investitori italiani non professionali obbligazioni prive di *rating* e prospetti informativi in quanto destinate a investitori istituzionali e quotate sulla borsa del Lussemburgo (37). Secondo l'avviso del Governatore della Banca d'Italia, che ha tuttavia rinviato alle risultanze dell'attività in corso, sarebbero « pochissime le obbligazioni Cirio collocate al risparmiatore a diminuzione del credito » (38). Il Presidente dell'ABI, pur rilevando che, secondo i dati statistici, le obbligazioni emesse sono aumentate e i crediti bancari verso Cirio si sono ridotti, ha osservato che, essendovi osmosi completa sul versante del passivo — poiché quando un debito cresce, un altro si riduce o viene pagato — tale aspetto non può identificarsi come causa necessaria di patologia (39).

In relazione al caso Parmalat, il Presidente dell'ABI ha osservato altresì che gli elementi disponibili — situazione finanziaria della società risultante dai bilanci certificati, valutazione delle agenzie di *rating*, giudizi degli analisti finanziari — non erano tali da far attribuire all'investimento in obbligazioni da questa emesse un elevato livello di rischio: le banche italiane non erano a conoscenza della situazione di crisi, né in grado di scoprire il reale stato dell'azienda, in quanto una banca non può analizzare la veridicità di un bilancio o accertare se un documento sia falso (40). Ha comunque precisato che le banche interessate stanno valutando « caso per caso » la situazione degli acquirenti di titoli Cirio e Parmalat, in vista della possibilità di ristorare i risparmiatori, in tutto o in parte, delle perdite subite laddove sussistano dubbi sulla consapevolezza dell'investitore o circa l'esistenza di conflitti d'interessi (41). Indipendentemente dall'accertamento di eventuali mancanze e responsabilità da parte degli

operatori, il Governatore della Banca d'Italia ha per parte sua affermato di ritenere opportune le iniziative in questo senso autonomamente assunte da alcuni istituti, in quanto atte a ristabilire il necessario rapporto di fiducia tra le banche e i risparmiatori, specialmente in relazione all'adeguatezza dell'assistenza prestata al momento dell'investimento (42).

I rappresentanti degli istituti di credito ascoltati dalle Commissioni (Unicredito italiano, Sanpaolo IMI, Banca Intesa, Capitalia), dopo aver invitato a non demonizzare il ricorso al mercato obbligazionario, che resta comunque fattore di modernizzazione e strumento fondamentale per il finanziamento delle imprese, hanno decisamente escluso di aver mai utilizzato le emissioni obbligazionarie per rientrare da esposizioni creditizie verso il gruppo Parmalat. È stato anche evidenziato che, se a livello teorico il trasferimento di posizioni creditizie da una banca al mercato non costituirebbe di per sé una patologia (in quanto trasferire rischi di credito a investitori professionali e consapevoli sarebbe prassi di mercato), diverso sarebbe il caso della traslazione a soggetti inconsapevoli dei rischi (43).

Ad ogni modo gl'istituti di credito hanno rivendicato, tanto sul caso Cirio che su quello Parmalat, la sostanziale correttezza dei propri comportamenti, così come delle strutture e degli organi (44). I rapporti di credito con il gruppo Parmalat sono stati mantenuti sino all'ultimo sulla base di bilanci certificati, di risultati trimestrali, di valutazioni di agenzie internazionali di *rating*, del consenso dei mercati internazionali; non solo le periodiche richieste d'informazioni e precisazioni confermavano i dati pubblici, ma tutte le dieci emissioni obbligazionarie scadute prima della dichiarazione d'insolvenza erano state rimborsate regolarmente (45).

4. 3. Limiti, controlli e garanzie relative all'emissione e alla negoziazione dei titoli.

Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia e l'articolo 2412 del codice civile, nel testo novellato dalla recente riforma del diritto societario attuata con il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, consentono l'emissione di titoli obbligazionari in misura superiore al capitale sociale dell'emittente (46). In particolare, il nuovo articolo 2412 del codice civile ha introdotto due novità: la possibilità di emettere obbligazioni sino al doppio del capitale sociale e delle riserve disponibili; per le obbligazioni emesse oltre tale limite e destinate agli investitori professionali, la responsabilità di questi ultimi *in solido* con l'emittente nei confronti dei risparmiatori qualora le obbligazioni vengano immesse sul mercato (47).

Sul funzionamento di queste disposizioni — volte a garantire equilibrio nel ricorso al mercato da parte delle banche e delle società per azioni, quelle cioè nelle quali l'imprenditore non risponde delle obbligazioni assunte con l'intero proprio patrimonio — potrebbe incidere la prossima adozione dei principi contabili internazionali, che prevedono la valutazione delle attività sulla base del valore di mercato. Rispondendo all'on. Leo, che richiamava l'attenzione su questo punto, il Presidente della CONSOB ha convenuto che tale fatto

« potrebbe “scuotere” il sistema del rendiconto e tutta la documentazione dei bilanci delle grandi e medie imprese più che di quelle piccole », auspicando quindi che l'unificazione dei principi preveda un periodo di transizione (48).

Sono state formulate nel corso dell'indagine ipotesi d'interventi normativi attraverso i quali ovviare ai problemi emersi nella disciplina riguardante gli strumenti obbligazionari.

Rispetto alla disciplina delle emissioni, uno strumento di contrasto al denunciato meccanismo d'aggiramento dei limiti riferiti alla consistenza del capitale sociale potrebbe rinvenirsi nell'equiparare, a questo fine, le emissioni effettuate all'interno e le prestazioni di garanzia della società capogruppo su emissioni obbligazionarie estere (49). D'altronde, proposte di direttive comunitarie prossime all'approvazione (riguardanti le offerte pubbliche d'acquisto e gli obblighi di trasparenza delle società quotate) prevedono obblighi più penetranti di trasparenza sulle strutture societarie e sugli strumenti finanziari emessi, incluse le obbligazioni. È stato quindi proposto di estendere tali obblighi, attraverso le norme nazionali di recepimento, alle emissioni di società controllate, assistite da garanzia della società quotata o del soggetto controllante aventi sede in Italia, nonché a tutte le operazioni che abbiano l'effetto di alterare la situazione economica e patrimoniale consolidata (50).

Secondo l'avviso espresso dai rappresentanti della Confindustria, nel necessario quadro di maggiori controlli sulle emissioni gioverebbe prevedere l'obbligo di comunicazione di tutte le emissioni effettuate non solo in Italia, ma anche all'estero da tutte le società dello stesso gruppo, comprese quelle indirettamente collegate, mentre la fissazione di nuovi limiti all'emissione di obbligazioni non sembrerebbe idonea ad evitare casi d'insolvenza (51).

Per quanto attiene all'elusione degli obblighi di trasparenza nella diffusione di strumenti finanziari, si è prospettata l'opportunità di estendere a tutte le forme di negoziazione con il pubblico degli investitori non professionali il requisito consistente nella valutazione di affidabilità operata da agenzie indipendenti di *rating* (52), ovvero l'obbligo di prospetto, come indicato nella direttiva sul prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003), procurando in ogni caso che i prospetti e le note informative presentate risultino semplici e comprensibili (53). Una soluzione alternativa per la valutazione della rischiosità delle emissioni obbligazionarie potrebbe essere rappresentata — come suggerito da un'organizzazione sindacale — dall'impiegare a questo fine le valutazioni sul merito di credito che le banche dovranno elaborare secondo il nuovo accordo di Basilea (54).

Uno strumento da più parti suggerito per assicurare una seria valutazione dei rischi e una corrispondente assunzione di responsabilità da parte degli intermediari dei titoli obbligazionari consisterebbe nella previsione — esistente in alcuni ordinamenti e segnatamente in quello degli Stati Uniti d'America — di un periodo minimo (da stabilirsi ad esempio nella misura di un anno) durante il quale l'intermediario sarebbe vincolato a mantenere l'investimento nel