



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2006

Autori del presente rapporto sono Angelo Baglioni (cap. 1), Gaetano Presti (cap. 2), Mario Anolli (cap. 3) e Giovanni Verga (cap. 4). Hanno collaborato: Giovanni Barone e Elisabetta Scansani.

Direzione e coordinamento: Piero Giarda e Angelo Baglioni. Segreteria: Alessandra Zanoli.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili nel mese di giugno 2006.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2460; laboratorio.monetario@unicatt.it ; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



INDICE

SINTESI	pag. I
PARTE I – TUTELA DEL RISPARMIO E INFORMAZIONI SOCIETARIE: USA E ITALIA A CONFRONTO	“ 1
1 – RESPONSABILITÀ E INCENTIVI DEI MANAGER	“ 2
1. Le regole introdotte dal SOX	“ 3
2. Costi e benefici del SOX	“ 5
3. Retribuzioni e incentivi dei manager	“ 7
4. La legge sul risparmio	“ 12
2 – IL RUOLO DEI CONTROLLORI INTERNI ED ESTERNI	“ 15
1. La situazione antecedente al SOX e alla “legge sul risparmio”	“ 16
1.1 Stati Uniti	“ 16
1.2 Italia	“ 17
2. USA: i cambiamenti introdotti dal SOX	“ 21
2.1 Amministratori indipendenti e <i>audit committee</i>	“ 21
2.2 Gli <i>auditors</i>	“ 24
3. Italia: le novità introdotte dalla “legge sul risparmio”	“ 25
3.1 Il consiglio di amministrazione	“ 25
3.2 Il collegio sindacale	“ 28
3.3 Le società di revisione	“ 28
4. Conclusioni	“ 33
3 – LA VIGILANZA SULLA REVISIONE CONTABILE	“ 37
1. Gli Stati Uniti: il ruolo del PCAOB	“ 37
2. La Direttiva 2006/43/EC	“ 41
PARTE II – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	“ 43
1. Il quadro macroeconomico	“ 43
2. Tassi e aggregati monetari in Europa	“ 46
3. Gli aggregati monetari e creditizi nella zona-Euro e in Italia	“ 50
4. L’opinione della BCE e le previsioni sui tassi	“ 52

SINTESI

Questo numero di *Osservatorio monetario* si presenta con una struttura parzialmente nuova. Esso è focalizzato su un tema – tutela del risparmio e informazioni societarie – sviluppato nella Parte I. A questa sezione monografica segue un aggiornamento congiunturale (Parte II).

Parte I – Tutela del risparmio e informazioni societarie: USA e Italia a confronto

In questa parte di OM affrontiamo il tema della *corporate governance* e della trasmissione delle informazioni al mercato finanziario, messo in evidenza dai noti scandali societari verificatisi negli anni recenti. La reazione a questi scandali avvenuta negli USA è posta a confronto con quella italiana. Il lavoro prende in considerazione tre categorie di soggetti, analizzandone il ruolo e le responsabilità: i manager, i controllori interni ed esterni e le autorità di vigilanza.

Responsabilità e incentivi dei manager – Dall’analisi effettuata emerge che la reazione regolamentare è stata severa negli USA, dove il SOX (*Sarbanes-Oxley Act*) ha introdotto la responsabilità personale dei top manager, relativamente alle informazioni contabili ed ai controlli interni sull’elaborazione della contabilità, accompagnata da un inasprimento delle sanzioni; a ciò si aggiunge la richiesta ai revisori contabili di certificare l’efficacia dei controlli interni. Questa reazione è stata ritenuta persino eccessiva da alcuni: in particolare, le imprese lamentano un notevole aggravio dei costi relativi alla quotazione azionaria. Anche la reazione spontanea della *corporate* America è stata decisa, portando ad una drastica riduzione nell’utilizzo di azioni e *stock options* nella remunerazione dei manager.

In Italia, la legge sul risparmio ha introdotto la figura del “dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari”, il quale – insieme al direttore generale e/o all’amministratore delegato – attesta la corrispondenza al vero delle informazioni contabili diffuse al mercato. Si è quindi voluto importare il modello americano, imponendo al top management di assumersi direttamente la responsabilità di eventuali manipolazioni contabili. Tuttavia, questa previsione non è assistita da una severa disciplina del reato di falso in bilancio, al contrario di quanto avviene negli USA. Perciò, nel caso italiano l’assunzione di responsabilità dei manager potrebbe avere un effetto meno significativo rispetto al caso americano. Va vista peraltro con favore l’introduzione di regole di trasparenza, relative ai piani di incentivazione dei manager.

Il ruolo dei controllori interni ed esterni – Il capitolo illustra come l’intervento del SOX, relativamente al consiglio di amministrazione, sia mirato a dare base legale all’*audit committee* e alla presenza di amministratori indipendenti, stabilendo alcuni requisiti minimi per accedere alla quotazione. Le novità maggiori introdotte dal SOX riguardano però la revisione contabile (che era in precedenza regolata in modo più *soft* rispetto all’Europa), con lo scopo di rafforzare l’indipendenza delle società di revisione tramite: (i) la precisazione di numerosi servizi *non-audit* che non possono essere svolti in favore della società i cui conti sono oggetto di *audit*; (ii) la previsione che tutti i servizi *non-audit* permessi siano comunque specificamente approvati dall’*audit committee* (c.d. *pre-approval*); (iii) l’introduzione della regola di rotazione obbligatoria per il *lead* e il *concurring audit partner*; (iv) il rafforzamento delle regole volte a prevenire conflitti di interesse; (v) la previsione di uno stretto raccordo operativo, in sede di nomina e di svolgimento



del rapporto, tra società di revisione e *audit committee* del cliente.

In Italia, già la riforma del diritto societario (gennaio 2003) prendeva atto che il consiglio d'amministrazione è formato da due componenti: quella degli esecutivi, a cui è rimesso il compito di gestire, e quella dei non esecutivi, a cui spetta di monitorare e di intervenire solo in caso di necessità per evitare conseguenze pregiudizievoli alla società. La legge sul risparmio interviene in quest'ambito imponendo la presenza di almeno un amministratore indipendente e di almeno un amministratore designato dalla minoranza assembleare. In relazione al collegio sindacale, il TUF aveva sancito la separazione tra controllo contabile (affidato alla società di revisione) e controllo sul rispetto dei principi di corretta amministrazione (affidato al collegio sindacale); esso aveva anche introdotto il "sindaco di minoranza". Quest'ultimo diventa ora di diritto il presidente del collegio sindacale, secondo quanto prevede la legge sul risparmio. Come negli USA, gli interventi più significativi sono nell'area della revisione contabile. Anzitutto, la nomina (di competenza dell'assemblea) deve essere approvata dalla Consob (seppure con un meccanismo di silenzio-assenso); anche la revoca per giusta causa da parte dell'assemblea deve essere approvata dalla Consob (che ha anche il potere di procedere d'ufficio). Molto simile alle disposizioni del SOX è l'elenco dei servizi *non-audit* che non possono essere svolti in favore della società i cui conti sono oggetto di *audit*. In controtendenza appare l'allungamento della durata dell'incarico: da nove anni (incarico triennale rinnovabile due volte) si passa a dodici (incarico di sei anni rinnovabile una volta).

La vigilanza sulla revisione contabile – Il SOX ha istituito negli USA una nuova autorità, il PCAOB (*Public Company Accounting Oversight*

Board), con compiti di vigilanza sulle società di revisione: questo rappresenta un cambiamento radicale rispetto al precedente regime di auto-regolamentazione dell'*audit sector* americano. La normativa assicura l'indipendenza del PCAOB dalla professione contabile; esso è invece sottoposto al controllo della SEC. Il PCAOB è incaricato di effettuare ispezioni periodiche presso le società di revisione, per valutare la conformità del loro operato agli standard professionali ed alle regole stabilite dal PCAOB stesso e dalla SEC. Il PCAOB può irrogare sanzioni, quali: sospensioni, cancellazioni, sanzioni pecuniarie.

La Direttiva UE (25 aprile 2006) sul settore della revisione contabile chiarisce gli obblighi delle società di revisione, ne precisa i doveri di indipendenza ed etici, introduce un requisito di certificazione di qualità esterna ed assicura un controllo pubblico sulla *audit profession*.

Parte II – La congiuntura reale e monetaria

La crescita economica permane elevata in tutte le principali zone economiche, mentre l'inflazione è general-mente sotto controllo grazie anche agli interventi delle principali banche centrali. Nella prima parte di quest'anno è molto aumentato il prezzo delle materie prime che rimarrà elevato anche nel prossimo anno.

Per quanto riguarda il fronte monetario, il principale evento di questi ultimi mesi è la continua crescita dei tassi della zona-Euro. Partendo da dicembre la BCE ha infatti aumentato per tre volte il tasso ufficiale, portandolo a 2,75 punti nel giugno 2006. Nuovi aumenti sono ancora attesi per i prossimi mesi e il differenziale con i tassi americani dovrebbe progressivamente ridursi.

Anche i tassi bancari sono in crescita mentre continua la forte dinamica degli aggregati.

TUTELA DEL RISPARMIO E INFORMAZIONI SOCIETARIE: USA E ITALIA A CONFRONTO

Introduzione. A partire dalla metà degli anni '90, si sono verificati negli USA alcuni scandali societari, di cui alcuni noti esempi sono quelli di Enron, Worldcom, Xerox. In seguito anche in Europa sono emersi casi analoghi; in particolare, i casi Cirio e Parmalat in Italia. Uno dei tratti dominanti e comuni a questi episodi è stata la sistematica disinformazione attuata dai vertici aziendali, a danno dei mercati finanziari. La vera situazione aziendale è stata spesso occultata per lungo tempo, fornendo al mercato una rappresentazione fuorviante dell'andamento economico e delle condizioni finanziarie delle aziende. Nei casi più gravi, ciò ha condotto al dissesto delle società coinvolte in maniera repentina e cogliendo di sorpresa la generalità dei risparmiatori, che avevano investito in quelle società a vario titolo (come azionisti e come creditori). Questi episodi hanno inflitto pesanti perdite ai risparmiatori, i quali si sono improvvisamente ritrovati a detenere azioni e obbligazioni pressoché prive di valore e con scarse possibilità di recuperare il capitale investito. In altri casi, meno gravi, si è attuata una manipolazione degli utili aziendali – pur senza coprire situazioni di dissesto – rendendo necessaria una revisione degli utili precedentemente dichiarati. Anche in questi casi i risparmiatori sono stati danneggiati, avendo basato le loro decisioni di investimento su informazioni che si sono in seguito rivelate imprecise, portando ad una correzione del valore dei loro investimenti.

Le ragioni che hanno indotto i manager delle società a manipolare la contabilità aziendale sono di vario tipo. Un primo esempio è l'accesso al mercato dei capitali: l'emergere di risultati economici negativi e/o di tensioni finanziarie rende

difficile il rinnovo dei prestiti e l'emissione di nuovi strumenti di raccolta; di qui l'incentivo ad occultare situazioni di difficoltà. Una seconda finalità è quella di influire in modo favorevole sul valore di mercato dell'impresa, per diversi motivi: per accrescere il valore della remunerazione dei vertici aziendali; per soddisfare gli azionisti di controllo, evitando una loro interferenza nella gestione; per non deludere le aspettative del mercato (analisti/intermediari).

I soggetti coinvolti nella trasmissione di informazioni al mercato finanziario sono diversi. In primo luogo vi sono i manager responsabili della gestione aziendale: l'amministratore delegato, il direttore generale, il direttore finanziario, i soggetti incaricati di elaborare la contabilità e il bilancio. In secondo luogo vi sono i controllori (*gate-keepers*), interni ed esterni. I primi sono costituiti dagli organismi di controllo interni all'impresa: consiglieri di amministrazione non-esecutivi, collegio sindacale, comitato interno di *auditing*. I secondi sono i soggetti esterni, che sono chiamati a verificare e ad elaborare l'informazione trasmessa al mercato: i revisori contabili, gli analisti finanziari. Infine, vi sono le autorità di supervisione: ad esempio, la Consob in Italia e la SEC negli USA¹.

Questa prima parte di *Osservatorio monetario* intende esaminare il ruolo di queste tre categorie di soggetti: manager, controllori interni ed esterni, autorità di vigilanza. In particolare, vogliamo porre a confronto la reazione americana ai noti scandali societari con quella italiana, esaminando in chiave comparativa quali siano le responsabilità di tali soggetti, anche in seguito alle novità introdotte di recente dalla regolamentazione.

¹ In questo paese, come vedremo, gli scandali societari hanno generato l'istituzione di una nuova autorità, il *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB).



1. RESPONSABILITÀ E INCENTIVI DEI MANAGER

In questo capitolo, affrontiamo il ruolo dei manager aziendali: i loro incentivi e le loro responsabilità. In particolare, esaminiamo le novità introdotte dal *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) del 2002, in relazione alle responsabilità dei manager aziendali, segnatamente del *Chief Executive Officer* (CEO) e del *Chief Financial Officer* (CFO). L'applicazione del SOX ha generato un vivace dibattito sui costi che esso comporta per le imprese americane, che vanno attentamente valutati insieme ai vantaggi introdotti. Negli USA, la reazione agli scandali societari non è avvenuta solo sul piano regolamentare (SOX); vi è stato anche un ripensamento degli schemi di incentivazione dei manager, ritenendo che producessero effetti indesiderati. Dopo avere analizzato questi temi, che traggono spunto dall'esperienza statunitense, prenderemo in esame le regole previste in Italia dalla "legge sul risparmio" (n. 262 del 28 dicembre 2005), relative alla responsabilità dei manager sulle informazioni contabili ed alla trasparenza dei piani di incentivazione. Il ruolo dei controllori (interni ed esterni) e delle autorità di supervisione sarà invece oggetto di analisi nei prossimi due capitoli.

Anticipando alcune conclusioni di questo capitolo, notiamo che la reazione regolamentare è stata severa negli USA, dove il SOX ha introdotto la responsabilità personale dei top manager, relativamente alle informazioni contabili ed ai controlli interni sull'elaborazione della contabilità, accompagnata da un inasprimento delle sanzioni; a ciò si aggiunge la richiesta ai revisori contabili di certificare quanto dichiarato dai manager in relazione all'efficacia dei controlli interni. Questa reazione è stata ritenuta persino eccessiva da alcuni: in particolare, le imprese lamentano un notevole aggravio dei costi relativi

alla quotazione azionaria. Un indicatore indiretto di questi costi è rappresentato dalla volontà – che emerge da evidenze ancora preliminari – di alcune imprese americane di rinunciare alla quotazione (o di quotarsi su un mercato estero): occorre quindi porre attenzione sul pericolo che una regolamentazione troppo restrittiva generi un effetto indesiderato, quello di ridurre il numero di imprese quotate.

Anche la reazione spontanea della *corporate America* è stata decisa, portando ad una drastica riduzione nell'utilizzo di azioni e *stock options* nella remunerazione dei manager. Sorge il dubbio che questa reazione abbia eccessivamente penalizzato un valido strumento di incentivazione del management: una reazione più equilibrata potrebbe prevedere l'introduzione di controlli contabili particolarmente accurati in seguito all'esercizio delle opzioni assegnate ai manager. In Europa l'utilizzo degli incentivi è tuttora in fase di espansione, con un aumento della quota variabile della retribuzione e con la diffusione di azioni e opzioni nel portafoglio dei manager.

In Italia, la legge sul risparmio ha introdotto la figura del "dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari", responsabile delle procedure relative alla redazione del bilancio; egli – insieme al direttore generale e/o all'amministratore delegato – attesta la corrispondenza al vero delle informazioni e dei dati contabili diffusi al mercato. Si è quindi voluto importare il modello americano, imponendo al top management di assumersi direttamente la responsabilità di eventuali manipolazioni contabili. Tuttavia, questa previsione non è assistita da una severa disciplina del reato di falso in bilancio, al contrario di quanto avviene negli USA. Perciò, nel caso italiano l'assunzione di responsabilità dei manager potrebbe avere un effetto meno significativo rispetto al caso ameri-

cano. Va vista peraltro con favore l'introduzione di regole di trasparenza, relative ai piani di incentivazione dei manager.

1. Le regole introdotte dal SOX

Il SOX affronta diversi problemi, in relazione al comportamento ed alle responsabilità dei manager delle società quotate: la correttezza delle informazioni contabili, l'efficacia dei controlli interni, i rapporti con le società di revisione, i meccanismi di retribuzione dei dirigenti e le possibilità di arricchimento indebito (compreso l'*insider dealing*). In questo paragrafo descriviamo le novità introdotte dal SOX per risolvere questi problemi (una sintesi è fornita dalla TAB. 1.1).

Una delle principali finalità del SOX è quella di responsabilizzare i top manager delle imprese, relativamente alla correttezza e completezza delle informazioni contenute nei bilanci e più in generale nelle comunicazioni fornite al mercato ed alle autorità di controllo. Si richiede perciò al CEO ed al CFO di non limitarsi ad un controllo

puramente formale, "firmando" il bilancio predisposto dalle strutture aziendali, bensì di impegnarsi affinché le persone che concorrono a predisporre le informazioni contabili agiscano correttamente: la correttezza degli uffici preposti e delle procedure seguite nella redazione dei documenti contabili diventa una delle responsabilità dirette dei top manager dell'impresa.

In particolare, la sezione 302 del SOX prevede che il CEO e il CFO certifichino, in ogni bilancio annuale e trimestrale, che:

- essi hanno esaminato il bilancio e che esso non contiene informazioni false o rilevanti omissioni;
- il bilancio rappresenta fedelmente la situazione finanziaria e l'andamento economico dell'impresa;
- essi sono responsabili dei controlli interni;
- essi hanno informato i revisori e l'*audit committee* di eventuali debolezze e frodi presenti nei controlli interni.

Questi requisiti di certificazione sono più estesi di quelli richiesti prima dell'entrata in vigore del SOX dai regolamenti della SEC.

TAB. 1.1: Correttezza dei manager, le principali novità del SOX

Problemi	Risposte
Correttezza delle informazioni contabili. Efficacia dei controlli interni sulle informazioni	Responsabilità personale dei manager; sanzioni pecuniarie e detentive per violazioni e dichiarazioni false.
Rapporti con le società di revisione	Divieto di occultare documenti relativi alla revisione e di esercitare pressioni sui revisori; sanzioni penali.
Arricchimento indebito dei manager a danno della società e/o degli investitori	Divieto di ottenere prestiti dalla propria società. Obbligo di restituzione dei guadagni ottenuti grazie a incentivi (tipo stock options), se la società ha dovuto correggere il bilancio per violazioni delle norme contabili.
<i>Insider dealing</i>	Riduzione a due giorni del termine entro cui comunicare trading su titoli della propria società.



Inoltre, la sezione 404 richiede che il rapporto annuale, presentato alla SEC, contenga una dichiarazione sui controlli interni, nella quale si attesta la responsabilità del management sui controlli relativi alla contabilità. Il rapporto deve anche contenere una valutazione sulla efficacia delle strutture preposte ai controlli e delle procedure impiegate. Il revisore deve certificare quanto dichiarato a questo riguardo dal management della società. Questa sezione del SOX è una delle più controverse: da un lato essa ha l'evidente vantaggio di incentivare il management ad organizzare i controlli interni, relativi all'elaborazione delle informazioni contabili, in modo efficace; dall'altro impone notevoli costi di *compliance* (come vedremo più oltre).

Queste disposizioni sono rafforzate dall'inasprimento delle sanzioni, relative alla manipolazione e alla falsificazione della contabilità aziendale. Infatti, il CEO ed il CFO devono includere in tutti i rapporti periodicamente presentati alla SEC una dichiarazione in cui si attesta la veridicità delle informazioni contabili in essi contenute. Chiunque rilasci volontariamente una dichiarazione falsa è punibile con la reclusione fino a venti anni e con una multa fino a cinque milioni di dollari (sezione 906). La severità delle pene ha l'evidente intento di rendere sostanziale l'impegno dei top manager affinché le informazioni contabili siano corrette, nonché di disincentivare comportamenti fraudolenti.

Altre misure hanno l'intento di prevenire l'emergere di comportamenti scorretti a tutti i livelli, nelle strutture che concorrono alla redazione della contabilità ed abbiano eventualmente rapporti con i revisori contabili. La sezione 802 introduce infatti due nuovi reati. (i) Coloro che distruggono, alterano o falsificano documenti nel corso di procedure concorsuali sono punibili con la reclusione fino a dieci anni. (ii) Coloro che distruggono documenti relativi alla revisione

contabile sono punibili con la reclusione fino a venti anni. Nel primo caso, è evidente la finalità di proteggere gli interessi dei creditori, evitando che durante una procedura fallimentare essi vengano danneggiati dalla alterazione della contabilità (finalizzata, ad esempio, ad occultare la sottrazione di fondi dall'azienda). La seconda disposizione entra nel delicato rapporto tra impresa e società di revisione, ed è volta ad evitare che il flusso di informazioni dall'impresa al revisore e dal revisore ai soggetti esterni (mercato e autorità) sia distorto da comportamenti fraudolenti.

Il rapporto tra impresa e revisore è uno dei punti più delicati nella trasmissione delle informazioni al mercato. L'indipendenza e la correttezza dei revisori è una questione di estrema rilevanza, ed il SOX contiene diverse misure a questo riguardo (tratteremo in dettaglio questo aspetto nel prossimo capitolo). Oltre a quella appena menzionata, ricordiamo qui la seguente disposizione (sezione 303), che in realtà rafforza un divieto di legge già in essere: è illegale, per un dirigente d'impresa, cercare di forzare i revisori – eventualmente corromperli – per ottenere la possibilità di emettere bilanci non veritieri. Questa regola affronta direttamente il problema della possibile collusione tra una società ed il revisore: il dirigente di una società potrebbe essere tentato ad esercitare pressioni sulla società di revisione, affinché essa non rilevi irregolarità nelle informazioni contabili. Queste pressioni possono assumere diverse forme: dalla minaccia di non rinnovare il mandato all'affidamento di incarichi estranei alla funzione di revisione dei conti (ad esempio, consulenze); nei casi estremi, è possibile che si verifichino vere e proprie forme di corruzione diretta.

Oltre alla manipolazione della contabilità, un problema di rilievo emerso dagli scandali societari, che hanno condotto al SOX, è quello relativo

alla scarsa correttezza dei rapporti tra alcune società quotate e loro dirigenti, che hanno consentito a questi ultimi di arricchirsi a danno degli investitori. Tipico è il caso in cui un dirigente ottenga prestiti di largo ammontare e a condizioni di favore dalla società in cui lavora, sottraendo in questo modo risorse alla società stessa. A questo proposito, la sezione 402 vieta alle imprese la concessione di prestiti ai propri dirigenti, con alcune eccezioni (ad esempio, per il credito al consumo e per lavori di miglioramento della casa)².

Un altro caso è lo sfruttamento di informazioni privilegiate per effettuare transazioni sui titoli emessi dalla società in cui un dirigente lavora (*insider dealing*): in questo caso un manager sfrutta l'informazione riservata, che egli ottiene grazie alla sua posizione nell'azienda, per ottenere profitti dallo scambio su titoli della società stessa, a danno di altri soggetti che partecipano allo scambio sul mercato e che si trovano in una posizione svantaggiata, non disponendo di tali informazioni. Un modo per assicurare una maggiore parità di informazione tra soggetti interni ed esterni ad un'impresa è quello di imporre stretti requisiti di trasparenza sulle transazioni dei soggetti che possono accedere ad informazioni riservate, in modo che il mercato possa osservare tempestivamente il comportamento di *trading* di questi soggetti, e da esso trarre – seppure indirettamente – indicazioni utili per valutare i titoli scambiati. La sezione 403 prevede che i dirigenti informino il mercato, entro due giorni, di ogni operazione relativa alla compravendita di titoli della società per cui lavorano (prima dell'entrata in vigore del SOX, il termine era di dieci giorni dopo la fine del mese in cui l'operazione era stata effettuata).

² Questa disposizione non si applica alle banche, che sono già soggette alle regole esistenti sui prestiti al personale.

Infine, un problema di grande rilevanza è quello relativo alle retribuzioni dei manager, non tanto in relazione al livello quanto alle modalità con cui esse vengono determinate. Torneremo più oltre su questo punto. Tuttavia, possiamo anticipare che una delle questioni più controverse attiene all'utilizzo di strumenti di incentivazione, che legano il compenso dei manager alla performance dell'azienda, in termini di profitti o di valore di mercato della stessa. Questi strumenti prestano il fianco ad un utilizzo distorto, dando ai dirigenti un incentivo a manipolare le informazioni contabili, al fine di accrescere il valore dei propri compensi. Una misura contenuta nel SOX, volta a contenere queste distorsioni, è la seguente (sezione 304): se un'impresa deve emettere una seconda versione del bilancio, a seguito di violazioni di norme sulla redazione dei bilanci, il CEO ed il CFO devono restituire all'impresa stessa qualunque compenso abbiano recentemente ricevuto sotto forma di bonus, azioni, *stock-options*. Questa norma riduce l'incentivo a manipolare il bilancio al fine, ad esempio, di accrescere il valore di una *stock-option*: se l'esercizio dell'opzione ha dato un utile che si è poi rivelato ingiustificato, essendo la conseguenza di una sopravvalutazione delle azioni della società, che a sua volta trae origine da distorsioni contabili, il manager deve restituire l'utile incassato.

2. Costi e benefici del SOX

Gli anni successivi all'introduzione del SOX hanno registrato un dibattito sempre più acceso sui costi di *compliance* per le imprese quotate. Diverse prese di posizione della *corporate America* hanno lamentato un eccessivo peso, addossato alle imprese. Esistono alcuni tentativi di quantificare gli effetti della legge, sebbene non sia semplice arrivare a stime affidabili e robuste (emergono ampie differenze tra le diverse ricerche, a seconda dei campioni e dei metodi utilizza-

ti)³. E' possibile identificare le seguenti voci, su cui il SOX ha maggiormente inciso:

- le commissioni pagate alle società di revisione;
- i compensi agli amministratori;
- le spese amministrative;
- le spese di supervisione (PCAOB).

In particolare, sembra che le società di revisione abbiano compensato i mancati introiti, dovuti alla proibizione di ricevere incarichi di consulenza unitamente a quello della certificazione del bilancio, con un innalzamento delle tariffe applicate al servizio di revisione contabile. Questo comportamento, peraltro, non sarebbe solo una conseguenza del potere di mercato detenuto dalle società di revisione, dovuto alla forte concentrazione del settore. Esso sarebbe anche una conseguenza dei maggiori costi del processo di revisione, imposti dal SOX. In particolare, il principale imputato è l'obbligo (introdotto dalla già ricordata sezione 404) di certificare i processi di controllo interno delle imprese: questo avrebbe notevolmente accresciuto il lavoro dei revisori. L'analisi della Foley and Lardner quantifica in 61% l'aumento complessivo delle *audit fees* in un solo anno (tra il 2003 e il 2004).

I compensi per gli amministratori di società quotate sono saliti considerevolmente dopo l'introduzione del SOX. L'indagine Foley and Lardner, ad esempio, quantifica in 45% circa l'incremento dei compensi ai membri dei Cda tra il

³ Un'interessante analisi è quella effettuata dalla Foley and Lardner (giugno 2005), di cui riporteremo alcuni risultati nel seguito. L'indagine si basa su due fonti: un questionario al quale hanno risposto i manager di 147 società quotate; una banca dati sulle dichiarazioni di 700 società quotate (detenuta da Standard and Poor's Investment Services). L'indagine del FEI (*Financial Executives International*) – aggiornata al 2005 – indica una riduzione dei costi di *compliance* dopo la fase iniziale di adeguamento. Queste e altre ricerche sono disponibili sul sito: www.fei.org.

2001 (anno precedente l'approvazione del SOX) ed il 2004. Questo incremento viene attribuito principalmente al maggiore rischio legale connesso con le nuove responsabilità dei consiglieri di amministrazione.

Gli adempimenti imposti dal SOX hanno avuto un forte impatto sulle spese amministrative e legali. Nelle *surveys* condotte recentemente, le imprese segnalano di avere dovuto allocare un notevole numero di persone per adeguare le procedure interne ai requisiti della nuova legge e per produrre la corposa documentazione richiesta.

Infine, il SOX ha introdotto un nuovo organismo di supervisione sul settore della revisione contabile: il PCAOB, che ha il compito di definire principi contabili e di effettuare ispezioni presso i revisori, al fine di valutare la correttezza del lavoro da essi svolto (torneremo sull'attività del PCAOB nel terzo capitolo). I costi di questa nuova istituzione ricadono sulle società quotate, tramite il prelievo di appositi contributi. Il budget del PCAOB per il 2005 è stato valutato in oltre 130 milioni di dollari⁴.

Naturalmente, a fronte di questi costi vi sono i vantaggi che le imprese traggono dalla nuova normativa. Le imprese stesse riconoscono che i controlli interni sulle attività preposte alla redazione della contabilità sono ora più affidabili. Si è quindi ridotto il rischio di distorsione delle informazioni, sia a seguito di errori sia come effetto di manipolazioni deliberate. Questo è un risultato positivo per gli azionisti, poiché si riduce il rischio di incorrere in fenomeni di frode che conducano alla crisi dell'impresa stessa – com'è avvenuto nel caso dei noti scandali societari.

⁴ Si veda P. Wallison, *Financial Services Outlook*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, June 2005.

Non bisogna poi dimenticare che l'aumento della fiducia degli investitori ha un effetto positivo per le imprese emittenti, che risiede in un minore costo del capitale. La mancanza di trasparenza, infatti, crea un rischio addizionale per gli investitori, che contribuisce ad aumentare il premio al rischio richiesto sugli strumenti finanziari emessi dalle imprese. Se vi è una probabilità – anche piccola – che il bilancio di una società non rappresenti fedelmente la sua situazione economico-finanziaria, gli investitori devono tenere conto della possibilità che la vera situazione aziendale sia peggiore di quella rappresentata nei documenti contabili: vi è quindi il rischio che prima o poi emerga una situazione tale da portare ad una riduzione del valore delle passività dell'impresa – a volte anche drastica, nei casi estremi in cui si arrivi al fallimento. Casi come quello di Enron, Worldcom e Parmalat hanno quindi potenzialmente un effetto negativo (esternalità) per tutte le imprese emittenti, poiché aumentano il rischio percepito dagli investitori⁵. E' quindi nell'interesse delle imprese che il rischio di frode venga ridotto, grazie ad una normativa più stringente sulla redazione dei bilanci e sui controlli (interni ed esterni) relativi alla predisposizione della contabilità.

I benefici derivanti dalla riduzione del rischio di frode e dalla maggiore trasparenza delle informazioni va poi valutato in una prospettiva più ampia, di benessere collettivo: la tutela degli investitori richiede infatti di tenere presente non solo l'impatto sulle imprese emittenti, ma anche sul pubblico dei risparmiatori che investono – direttamente o per il tramite di intermediari – nelle società quotate. Più in generale, tutti coloro che hanno un interesse nell'impresa (*stakeholders*) sono avvantaggiati da una riduzione del rischio

⁵ Per un approccio analitico a questo problema, si veda Baglioni A. – Cherubini U., *Accounting fraud and the pricing of corporate liabilities*, ESWC – London (August 2005).

di frode: pensiamo ai lavoratori che hanno investito il loro capitale umano nell'impresa e che sono danneggiati da una situazione di crisi; alle imprese fornitrici che sono danneggiate dall'eventuale fallimento dell'impresa-cliente.

E' difficile – se non impossibile – quantificare e confrontare i costi e i benefici derivanti da una legge come il SOX, per le imprese e per la collettività. Nessuno nega i benefici ottenibili in termini di tutela del risparmio e di minore costo del capitale per le imprese. Tuttavia, l'analisi dei costi sostenuti dalle imprese per adeguarsi al SOX mette in luce il rischio in cui si incorre, introducendo una normativa troppo onerosa per i soggetti vigilati: è possibile che si introduca un disincentivo alla quotazione in Borsa, addirittura spingendo alcune imprese quotate ad abbandonare il listino. La citata *survey* Foley and Lardner indica nel 20% la quota di imprese statunitensi quotate che starebbe considerando la possibilità di *delisting*; anche nel caso in cui questa misurazione fosse sovrastimata, essa indica che il pericolo è serio. E' chiaro che se la normativa avesse veramente l'effetto di ridurre il numero di società quotate, essa sarebbe di fatto controproducente, avendo la conseguenza indesiderata di indurre un numero maggiore di imprese a sottrarsi ai requisiti di *disclosure* connessi con la quotazione in Borsa.

3. Retribuzioni e incentivi dei manager

La reazione del legislatore americano agli scandali finanziari è stata pronta ed energica, attraverso l'approvazione del SOX. A questa si è accompagnata una reazione spontanea del mondo delle imprese, che ha portato ad una revisione delle modalità di retribuzione dei manager. Durante gli anni '80 e '90, vi è stata una larga diffusione di strumenti di incentivazione: questi hanno sempre più legato le retribuzioni dei manager

alla performance delle imprese. La finalità di questi strumenti è quella di allineare gli incentivi dei manager a quelli degli azionisti. Tuttavia, i casi di frode emersi negli anni recenti hanno messo in evidenza un grave difetto di tali strumenti: essi possono avere come effetto collaterale quello di incentivare i manager a fornire una rappresentazione falsa della situazione aziendale, in particolare a sovrastimare i profitti conseguiti; ciò al fine di aumentare il valore degli incentivi previsti nei loro contratti.

L'emergere di questo problema ha portato numerose imprese americane a ridurre drasticamente il ricorso agli incentivi – quali le *stock-options*.

Il problema dell'incentivazione dei manager trova notoriamente la sua origine nella separazione tra proprietà e controllo delle imprese. Nelle grandi imprese ad azionariato diffuso (*public companies*) questo problema si presenta in modo evidente: la proprietà è frazionata presso un numero molto elevato di soggetti, che non hanno incentivo a controllare attivamente l'operato dei manager; solo alcuni grandi azionisti – spesso investitori istituzionali – hanno incentivo a farlo. In ogni caso, il *monitoring* degli azionisti – esercitato tramite il consiglio di amministrazione – incontra un forte limite nella disponibilità di informazioni, relative all'operatività ed ai risultati dell'impresa: queste informazioni sono fornite da chi ricopre incarichi operativi, *in primis* il CEO ed CFO. Di conseguenza, i soggetti sorvegliati (manager) sono gli stessi che forniscono ai loro sorveglianti le informazioni necessarie al controllo. In queste condizioni, il controllo esercitato dal consiglio di amministrazione finisce per essere prevalentemente formale: il vero controllo delle imprese è di fatto attribuito ai top manager. I casi più gravi di frodi e dissesti (in USA come in Italia) hanno spesso visto la concentrazione di un potere forte e incontrollato

nelle mani di uno/due persone ai vertici operativi dell'azienda.

Un management sostanzialmente affidato a se stesso può essere incentivato a perseguire obiettivi personali e diversi dalla massimizzazione del valore dell'impresa – obiettivo che sarebbe invece nell'interesse degli azionisti. Ad esempio, può trovare conveniente accrescere oltremodo la dimensione dell'impresa, eventualmente estendendone il raggio d'azione al di fuori del *core business*. Avendo tutto il suo capitale umano investito nell'impresa, può essere indotto a comportamenti eccessivamente conservativi, sprestando così opportunità d'investimento profittevoli. D'altro canto, in caso di difficoltà può essere tentato dall'intraprendere strategie troppo rischiose, sperando così di porre rimedio ad una situazione altrimenti senza sbocchi (*gambling for resurrection*). Può favorire parti correlate (aziende di proprietà sua o di "amici"), affidando loro delle forniture a prezzi superiori a quelli normali di mercato. Può semplicemente lasciare che la gestione aziendale sia inefficiente, consentendo sprechi di risorse a beneficio suo e/o del personale.

Per questi motivi, si è reso necessario introdurre nei contratti manageriali alcune forme di remunerazione, che allineassero gli incentivi dei manager a quelli degli azionisti. Una di queste forme è la gratificazione con *bonus* legati alla performance dell'impresa, misurata con indici di profittabilità (ad esempio gli utili o il ROE). Un'altra forma è l'assegnazione di azioni – emesse dall'impresa – come parte della remunerazione: in questo modo il manager è incentivato a massimizzare il valore delle azioni che ha in portafoglio, a beneficio di tutti gli azionisti. Infine, uno strumento largamente utilizzato è l'assegnazione di opzioni su azioni dell'impresa stessa (*stock options*). La fortuna di questo strumento è dovuta a due motivi. Primo, il "potere

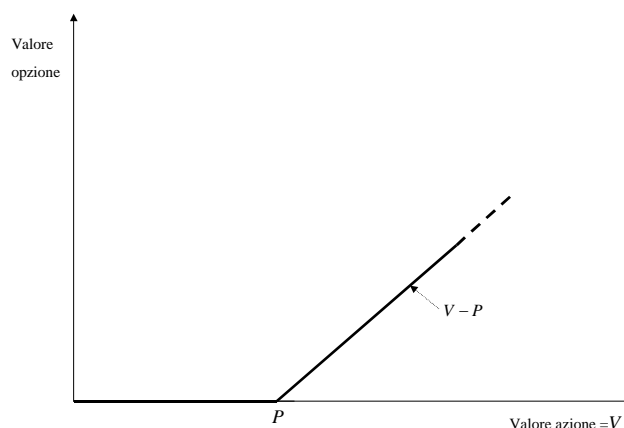
incentivante” delle *stock options* è ritenuto superiore a quello dell’assegnazione diretta di azioni: quest’ultima infatti conferisce un beneficio al manager anche in caso di performance poco soddisfacente, mentre l’opzione remunera il manager solo se egli è in grado di aumentare la valutazione di mercato dell’impresa oltre un certo livello, tanto maggiore quanto più alto è lo *strike price*. Secondo, fino al giugno 2005 le imprese americane non erano tenute a contabilizzare questa forma di remunerazione come un costo⁶.

Tuttavia, il fatto stesso che – avendo in portafoglio azioni o *stock options* – la ricchezza di un manager sia crescente nel valore di mercato dell’impresa può avere effetti indesiderati. In primo luogo, il manager è incentivato a fornire al mercato informazioni, tali da sostenere la quotazione dell’impresa. La manipolazione dei dati contabili può assumere forme meno pronunciate, limitandosi a sfruttare i margini di discrezionalità presenti nella redazione del bilancio: ad esempio, la valutazione di poste soggette a stime (quali le attività finanziarie e gli *intangibles*); il rinvio nella contabilizzazione di spese. Oppure può arrivare, nei casi più gravi, alla deliberata falsificazione della contabilità, al fine di occultare la vera condizione economico-finanziaria dell’azienda.

In secondo luogo, le *stock options* possono introdurre un incentivo a perseguire politiche rischiose. Questo perché il *payoff* di una *stock option* ha una forma convessa, limitata inferiormente da zero e illimitata superiormente (FIG. 1.1). Posto che il prezzo dell’azione sul mercato sia inferiore allo *strike price* (opzione *out-of-the-money*), il detentore non è danneggiato da un

eventuale ribasso del prezzo dell’azione; al contrario, nella regione in cui l’opzione ha valore (*in-the-money*) qualunque aumento di prezzo dell’azione si riflette in un guadagno per il detentore. Perciò il rendimento atteso di un’opzione aumenta all’aumentare della volatilità del prezzo dell’attività finanziaria sottostante: nel caso in esame, del prezzo delle azioni della società emittente.

FIG. 1.1: Payoff di una stock option



Gli studi empirici relativi agli USA hanno messo in luce che l’inclusione di azioni e opzioni nelle remunerazioni dei manager crea effettivamente delle distorsioni negli incentivi. Alcune analisi hanno verificato che i manager, per i quali maggiore è la quota di remunerazione rappresentata da azioni e opzioni, attuano più frequentemente manipolazioni contabili (rendendo poi necessarie revisioni delle informazioni precedentemente rilasciate). Essi sono anche più attivi nell’attività di *trading* sulle azioni delle loro società, nei periodi vicini agli annunci dei risultati aziendali; ciò testimonia una tendenza a sfruttare informazioni riservate a proprio vantaggio⁷. Altri

⁶ Il *Financial Accounting Standard Board* (FASB) ha imposto la contabilizzazione del costo relativo all’assegnazione di *stock options* a tutte le imprese quotate, a partire dal giugno 2005. Prima di allora, le imprese erano tenute solo ad un’indicazione in nota al bilancio.

⁷ Si vedano: Gao P. - Shrieves R. (2002), *Earnings management and executive compensation: a case of overdose of option and underdose of salary?*, mimeo; Cheng Q. - Warfield T. (2005), *Equity incentives and*

studi hanno esaminato le procedure legali – dovute ad iniziative della SEC o di privati (*class actions*) – dove i manager sono accusati di avere emesso false o fuorvianti comunicazioni al mercato. Il risultato a cui giungono è che, all’aumentare della remunerazione in azioni e opzioni, la probabilità di incorrere in procedure legali di quel tipo aumenta⁸.

TAB. 1.2: Valore medio delle *stock options* assegnate ai dipendenti (USA)

Anni	Valore medio
1992	22
1993	25
1994	30
1995	34
1996	48
1997	71
1998	101
1999	146
2000	238
2001	226
2002	141

Fonte: Hall B. – Murphy K. (2003), *The Trouble with Stock Options*, *Journal of Economic Perspectives*.
 Nota: la tabella mostra il valore delle opzioni complessivamente assegnate ai dipendenti da una impresa media dell’indice S&P500. Il valore (calcolato al momento dell’emissione) è espresso in milioni di dollari (a prezzi costanti del 2002).

La reazione delle imprese americane a questi problemi è stata una netta riduzione nell’utilizzo di azioni e soprattutto opzioni come forma di retribuzione. La TAB. 1.2 mostra come il valore complessivo delle *stock options* assegnate ai dipendenti da un’impresa media dell’indice S&P500 è esploso negli anni '90, raggiungendo un picco

earnings management, *The Accounting Review*; Ke B. (2004), *Do equity-based incentives induce CEOs to manage earnings to report strings of consecutive earnings increases?*, mimeo, Pennsylvania State University.

⁸ Si vedano: Erickson M. - Hanlon M. - Maydew E. (2005), *Is there a link between executive compensation and accounting fraud?*, *Journal of Accounting Research*; Johnson S. - Ryan H. (2003), *Executive compensation and corporate fraud*, mimeo; Peng L. - Roell A., *Executive pay, earnings manipulation and shareholder litigation*, AFA 2005 Meetings.

nel 2000 e riducendosi nei due anni successivi. Dalla metà degli anni '90 al 2002, la quota di tale valore assegnata al CEO e agli altri cinque top manager si è ridotta dal 15% al 10% circa. Altri studi confermano l’inversione di tendenza, iniziata dopo l’emergere degli scandali societari: ad esempio, lo studio di Pearl Meyer & Partners⁹ indica un calo nell’assegnazione di *stock options* ai manager nel 2004.

TAB. 1.3: Retribuzioni dei manager italiani: componente fissa e variabile (euro)

	Fissa	Variabile	Totale	Variabile /Totale (%)
2003	84.294	6.891	91.185	7,5
2004	87.403	8.106	95.509	8,5
2005	90.445	10.867	101.312	10,7

Fonte: Indagine Od&M-II Sole 24-Ore del 19 aprile 2006.

Si noti, per inciso, che negli stessi anni le *stock options* sono divenute uno strumento sempre più utilizzato nella remunerazione dei manager in diversi paesi europei, quali Francia, Italia, Olanda, Svezia. In Italia una recente indagine Od&M-II Sole 24-Ore – su di un campione di 463 manager – indica una tendenza all’incremento della quota variabile nella composizione della remunerazione dei dirigenti (si veda la TAB. 1.3). Nel Regno Unito la tendenza in atto è più simile a quella statunitense, poiché le *stock options* vengono gradualmente sostituite con piani di incentivazione a lungo termine¹⁰.

L’impressione che si trae è che la reazione delle imprese americane potrebbe essere eccessiva, qualora essa si traducesse in un sostanziale abbandono di azioni e opzioni, quali strumenti di remunerazione dei manager. Il problema all’ori-

⁹ *Equity Stake 2004, Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations* (www.pearlmeyer.com).

¹⁰ Si veda Ferrarini G. – Moloney N. (2005), *Executive remuneration in the EU: the context for reform*, *Oxford Review of Economic Policy*.

gine della loro introduzione, la separazione tra proprietà e controllo, indica che tali strumenti hanno una funzione importante e difficilmente sostituibile: quella di allineare gli incentivi di chi gestisce l'impresa con quelli dei proprietari. Perciò, il loro abbandono significherebbe risolvere – forse – un problema (quello delle distorsioni contabili) al prezzo di aggravarne un altro (quello degli incentivi personali dei manager).

Una strada più razionale sarebbe quella di prevedere forme di controllo specifico sulle informazioni contabili, abbinata all'esercizio delle opzioni assegnate ai top manager – coloro che sono in grado di influire sulla performance dell'impresa e sulla correttezza dei dati diffusi al mercato. Si tratterebbe in sostanza di applicare criteri di *auditing* particolarmente rigorosi in quei casi in cui il top management abbia beneficiato in misura consistente dell'esercizio di *stock options*, sfruttando la rivalutazione della propria società sul mercato. Com'è noto, il processo di *auditing* è costoso e *time-consuming*: i revisori si trovano spesso nelle condizioni di effettuare verifiche a campione, esaminando solo una quota delle operazioni fatte dall'azienda-cliente; il lavoro dei revisori è soggetto a forti limitazioni di tempo da impiegare nell'esame dei conti di un singolo cliente¹¹. E' quindi necessario disporre di qualche criterio per orientare l'attività di revisione verso i casi più critici: la concentrazione delle risorse verso i casi in cui vi è l'esercizio di *stock options* sembra un criterio valido. Lo stesso criterio potrebbe ispirare anche l'attività di supervisione sul settore della revisione contabile: ad esempio, quella del PCAOB,

chiamato a verificare – tramite ispezioni – l'operato degli *auditors*¹².

Per di più, l'abbandono delle *stock options* non sarebbe di per sé sufficiente ad eliminare gli incentivi alla manipolazione delle informazioni contabili. Un motivo per occultare eventuali risultati negativi può essere il timore di indurre un intervento attivo di alcuni azionisti forti e/o dei creditori (soprattutto qualora i risultati negativi facciano scattare una clausola a protezione dei creditori), che interferirebbero nella gestione ponendo limiti all'autonomia del management. Inoltre, risultati negativi sono un cattivo segnale sulla qualità del management, danneggiandone la valutazione all'interno dell'impresa e all'esterno. Il problema della "contabilità creativa" sembra quindi avere origini più ampie dell'opportunità, di cui i manager dispongono, di accrescere il valore delle azioni e delle opzioni inserite nella loro retribuzione.

Infine, ricordiamo che secondo la *stakeholder view* il ruolo del management non dovrebbe essere limitato alla massimizzazione del valore delle azioni, bensì dovrebbe tenere conto dell'utilità di tutti coloro che hanno a vario titolo un interesse nell'impresa: creditori, lavoratori, fornitori, clienti, comunità locali (ambiente). Senza addentrarci in un dibattito che va ben oltre lo scopo di queste pagine, notiamo che la protezione del risparmiatore potrebbe rientrare in questa impostazione¹³. Se così fosse, occorrerebbe dare ai manager incentivi che non siano legati solo al valore delle azioni, bensì anche al valore di mercato dei debiti dell'impresa. Le due

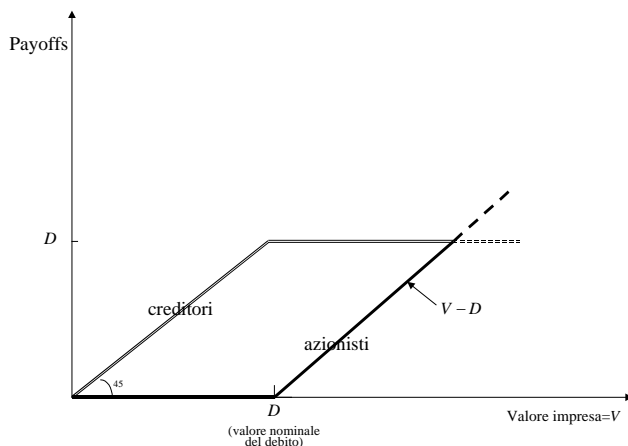
¹¹ Si veda il resoconto dell'attività di un revisore fatta da Kaplan R. (2004), *The mother of all conflicts: auditors and their clients*, Illinois Public Law and Legal Theory Research Papers, n. 04-13.

¹² Per un'analisi più approfondita di questa proposta, si veda Baglioni A. – Colombo L., *Managers' compensation and misreporting*, ESWC – London (August 2005).

¹³ Per una discussione ed un confronto tra *stakeholder view* e *shareholder view*, si veda Tirole J.: *Corporate governance*, *Econometrica* (2001) e *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press (2006, cap. 1).

variabili non variano sempre nella stessa direzione: in particolare, un cambiamento di strategia che comporti un incremento del rischio (*asset substitution*) potrebbe andare a beneficio degli azionisti e a danno dei creditori. Ciò dipende dalla diversa forma dei *payoffs* degli azionisti e dei creditori: convessa per i primi e concava per i secondi (si veda la FIG. 1.2). Inoltre, si potrebbe pensare ad un'allocazione del controllo che preveda qualche forma di intervento dei creditori nella gestione, anche al di fuori delle procedure concorsuali.

FIG. 1.2: Payoff di azionisti e creditori



Tuttavia, introdurre nuove regole che seguano tali criteri sembra eccessivo, poiché già esistono strumenti di mercato e contrattuali che possono svolgere la stessa funzione di protezione dei creditori. Ad esempio, i contratti di credito spesso includono clausole (*covenants*) che danno al creditore il diritto a chiedere il rimborso del prestito, se alcuni indicatori di redditività/solvibilità dell'impresa debitrice vanno al di sotto di una soglia prestabilita. La prestazione di garanzie e la concessione di priorità (*seniority*) possono servire a proteggere particolari categorie di creditori. La scadenza del contratto di debito può essere modulata per diversificare

l'esposizione al rischio: i detentori di debito a breve termine godono di fatto di una priorità rispetto ai detentori di debito a lungo termine. Infine, accordi spontanei tra debitori e creditori hanno spesso consentito a questi ultimi di intervenire nella gestione di imprese in crisi finanziaria, al di fuori delle formali procedure concorsuali.

4. La legge sul risparmio

La "legge sul risparmio" (n. 262 del 28 dicembre 2005) ha introdotto nell'ordinamento italiano alcune novità, in tema di responsabilità dei manager relative alle informazioni contabili. Le società quotate devono prevedere nel loro statuto la presenza di un "dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari": egli deve predisporre adeguate procedure amministrative e contabili per la redazione del bilancio. Inoltre, insieme al direttore generale e/o all'amministratore delegato, attesta (con una dichiarazione scritta) l'adeguatezza e l'effettiva applicazione di tali procedure, nonché la corrispondenza al vero delle informazioni e dei dati contabili diffusi al mercato.

Queste norme mirano chiaramente ad importare in Italia le novità introdotte negli USA dal SOX, in relazione alla assunzione di responsabilità dei top manager per ciò che attiene alle informazioni contabili ed alle procedure che concorrono a produrre tali informazioni; inoltre, si introduce una figura simile al CFO anglosassone. Tuttavia, vi sono due importanti differenze rispetto al caso americano. Primo, la legge italiana non prevede una certificazione dell'*auditor* esterno, relativa alla dichiarazione del management sulla efficacia dei controlli interni. Secondo, non si prevede un inasprimento delle pene per false dichiarazioni e informazioni contabili, mentre nel caso americano la richiesta di una assunzione

diretta di responsabilità del top management è assistita da sanzioni molto severe (reclusione fino a venti anni e multa fino a cinque milioni di dollari), che ne rendono assai più credibile l'*enforcement*.

Questo secondo punto merita qualche precisazione. La legge sul risparmio conferma la disciplina preesistente relativa al reato di false comunicazioni sociali: in particolare, il reato è punibile con l'arresto fino a due anni. La pena massima diventa di tre anni nel caso di danno patrimoniale arrecato alla società, ai soci o ai creditori (su querela della parte offesa). Essa sale a sei anni quando il fatto causa un "grave nocumento ai risparmiatori": questo si verifica quando il numero di risparmiatori danneggiati supera lo 0,1 per mille della popolazione (risultante dall'ultimo censimento ISTAT) o la distruzione di valore dei titoli coinvolti sia di entità complessiva superiore allo 0,1 per mille del PIL.

La nozione di "grave nocumento ai risparmiatori" ha destato perplessità nei commentatori, per le difficoltà di interpretazione e di applicazione. In ogni caso, essa delimita l'applicazione di pene più severe ai casi che abbiano un impatto "aggregato" maggiore, in relazione alla dimensione delle aziende coinvolte. Questa impostazione non tiene conto del fatto che il comportamento fraudolento del management di una società, anche piccola, può causare danni indiretti di rilievo – che si aggiungono a quelli diretti subiti dai risparmiatori coinvolti. I danni indiretti risiedono nella perdita di fiducia degli investitori nelle informazioni che essi ricevono dalle società emittenti: la frode che si verifica in una impresa ha quindi un effetto negativo sulle altre imprese (esternalità), rendendone più costoso il ricorso al mercato dei capitali.

Sotto lo stesso profilo è criticabile la disciplina delle esenzioni. Il reato non è punibile se: "le falsità o le omissioni non alterano in modo sen-

sibile la rappresentazione della situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società, (...) le falsità o le omissioni determinano una variazione del risultato economico di esercizio non superiore al 5% o una variazione del patrimonio netto non superiore all'1%, (...) il fatto è conseguenza di valutazioni estimative che, singolarmente considerate, differiscono in misura non superiore al 10% da quella corretta". Queste eccezioni sanciscono che una deliberata manipolazione dei dati contabili è tollerabile, entro certi limiti. Il messaggio che il mercato finanziario può trarre da questa previsione legislativa è che l'affidabilità delle informazioni ricevute dagli emittenti deve essere di conseguenza ridotta. La legge sul risparmio interviene nei rapporti tra il management delle società quotate e i revisori contabili – analogamente al SOX. In particolare, prevede che i direttori generali – così come gli amministratori e i sindaci – che concorrano con i revisori alla falsificazione delle relazioni e delle informazioni diffuse dalla società di revisione, siano punibili (al pari dei revisori stessi) con la reclusione fino a cinque anni.

Infine, si affronta il problema dei piani di incentivazione dei manager, che prevedano eventualmente l'assegnazione di azioni o di strumenti finanziari derivati (di cui abbiamo discusso nel paragrafo precedente). Lo strumento di tutela del mercato viene individuato nella trasparenza. Tali piani – oltre a richiedere l'approvazione dell'assemblea dei soci – devono essere resi pubblici, fornendo all'autorità (CONSOB) e al mercato informazioni relative (tra l'altro) alle modalità di attuazione del piano, quali: le condizioni alle quali è subordinata l'attuazione (ad esempio, risultati aziendali); i criteri di determinazione del prezzo di acquisto delle azioni; i vincoli di disponibilità gravanti sulle azioni e sulle opzioni assegnate (ad esempio: periodo minimo di detenzione). Questa tutela della trasparenza va



vista con favore: è bene che gli investitori siano posti nelle condizioni di valutare gli incentivi dei manager, derivanti dagli schemi di remunerazione; ciò contribuisce ad una corretta valutazione del valore delle società emittenti. Peraltro, si può notare come il SOX contenga una previsione più incisiva, che impone ai manager la restituzione

dei guadagni eventualmente ottenuti grazie agli incentivi, qualora la società abbia dovuto correggere il bilancio per violazione delle norme contabili: questa regola interviene direttamente sulla tentazione del management di “gonfiare” artificialmente – attraverso la manipolazione contabile – il valore degli strumenti finanziari ricevuti.

2. IL RUOLO DEI CONTROLLORI INTERNI ED ESTERNI

In questo capitolo l'attenzione sarà concentrata sulla disciplina dei controllori interni ed esterni delle società quotate, sui difetti che sono emersi dai noti dissesti che hanno caratterizzato l'inizio del terzo millennio e sulle conseguenti terapie che sono state adottate negli Stati Uniti e in Italia per diminuire il rischio che patologie del genere abbiano a ripetersi. Prima di entrare nel vivo del discorso è, peraltro, opportuno precisare l'ambito dell'indagine perché entrambe le locuzioni indicate nel titolo si prestano a una pluralità di accezioni.

Con l'espressione "controllori interni" si intenderanno, quindi, gli organi sociali che di fatto svolgono una funzione di vigilanza sull'operato dei *managers*. In questa nozione rientra certamente il *Board of directors* statunitense, la cui funzione nelle società quotate non è di gestire l'impresa sociale, ma di monitorare nell'interesse dei soci la gestione svolta dagli *executive directors* e dagli *officers*. Manca nella legislazione USA (anzi, nelle legislazioni, perché, come noto, la disciplina societaria è di competenza dei singoli Stati) un organo interno specificamente dedicato alla funzione di controllo analogo al nostro collegio sindacale.

Per quanto concerne l'Italia, invece, nella nozione di "controllore interno" rientra non solo il collegio sindacale (ovvero il suo equivalente nei sistemi c.d. alternativi permessi dalla riforma del diritto societario), ma anche il consiglio di amministrazione. L'estensione, per vero, potrebbe lasciare alquanto perplessi in quanto, come dice la stessa espressione italiana, si tratta dell'organo che è chiamato ad amministrare la società, quindi a gestire l'impresa sociale. Tuttavia, in

una visione attenta all'effettiva vita delle società quotate, le perplessità sono destinate a rientrare. E' ormai comunemente accettato anche in Italia, infatti, che la gestione delle società di rilevanti dimensioni non possa essere – e di fatto non venga – svolta dal consiglio, ma dai suoi membri c.d. esecutivi in collaborazione con il c.d. top management della società. Come si vedrà, tanto la riforma del diritto societario quanto la legge sulla tutela del risparmio e, a *latere* delle fonti legali, il codice di autodisciplina per le società quotate si sono basate, sia pur talvolta ambigualmente, su questa premessa.

Se l'espressione "controllori interni" verrà quindi utilizzata in senso lato, il contrario avverrà per quella contrapposta di "controllori esterni". A rigore, infatti, in questa locuzione dovrebbero comprendersi tutti i soggetti, pubblici e privati, che a vario titolo svolgono una funzione di sorveglianza sulla gestione delle imprese quotate: quindi, *auditors*, autorità pubblica di vigilanza, tribunali, ma anche, in un'accezione più estesa (recentemente compresa, insieme agli *auditors*, nella denominazione di *gatekeepers*), agenzie di *rating*, analisti finanziari e avvocati d'affari. In questo capitolo tuttavia, si presterà attenzione solo agli incaricati della revisione contabile. In primo luogo, perché ai controlli pubblici è dedicato il prossimo capitolo; secondariamente, perché gli *auditors* hanno un ruolo specifico che li avvicina ai soggetti incaricati dei controlli interni e rende più proficuo un discorso comune. Basti pensare che, almeno per quanto concerne l'Italia, la funzione di controllo contabile, inizialmente (fino al 1975 per le quotate e al 2004 per le altre s.p.a.) era internalizzata nelle società (in capo al collegio sindacale) e che le norme di responsabilità dei revisori esterni ricalcano quelle previste per l'organo interno di controllo (cfr. l'art. 2409-*sexies* c.c. e l'art. 164 TUF che rimandano entrambi all'art. 2407 c.c.).

1. La situazione antecedente al SOX e alla “legge sul risparmio”

La disamina di come il nostro sistema istituzionale e quello statunitense hanno reagito alle prove di carico cui sono stati sottoposti dagli scandali societari richiede preliminarmente di delineare, sia pur in estrema sintesi, le caratteristiche dei due ordinamenti in tema di controlli interni ed esterni.

1.1 Stati Uniti

L'emersione della non efficiente operatività dei meccanismi di mercato – cui il modello statunitense affidava, nel contesto di una proprietà azionaria altamente polverizzata, tanto la tutela dei soci quanto la buona gestione delle società quotate – ha portato, almeno dall'inizio degli anni '90, a focalizzare l'attenzione sulle modalità di *governance* delle società quotate, per rafforzare i meccanismi interni di tutela dei soci, cioè dei *principals* nel cui interesse gli amministratori (*agents*) dovrebbero agire. In presenza della frammentazione legislativa a livello dei singoli Stati, l'elaborazione teorica, poi recepita nei codici di *best practice* e in parte nelle *listing rules* dei più importanti mercati, è andata nel senso di sviluppare il modello del c.d. *monitoring Board*. Dalla premessa che è irrealistico pensare che i *Boards* possano effettivamente gestire le società quotate e che manca negli Stati Uniti uno specifico organo interno di controllo sulla gestione, si è individuata nella sorveglianza la funzione specifica del consiglio di amministrazione. Leggendo i *Principles of Corporate Governance* pubblicati nel 1994 dall'*American Law Institute*, si vede che il ruolo del consiglio viene specificato, da un lato, nel selezionare, valutare regolarmente, fissare il compenso e, se del caso, sostituire i *principal senior executives*; dall'altro, nel vigilare sul generale andamento della gestione e

sulle operazioni più rilevanti. Perché ciò potesse effettivamente avvenire era però necessario spezzare il predominio degli *executives* sulla composizione dei *Boards* e prevedere regole efficienti di funzionamento del consiglio.

E' in questo contesto che si sviluppano sia la teoria degli amministratori indipendenti sia quella dell'articolazione del *Board* in comitati. Per un verso, infatti, solo la presenza in consiglio di amministratori che non solo non siano coinvolti nella gestione (*non executive directors*), ma neppure abbiano relazioni significative con la società e gli *executives* può consentire che il consiglio svolga effettivamente ed efficacemente una funzione di sorveglianza sull'operato di questi ultimi; per altro verso, il rischio che le sedute consiliari si risolvano in una semplice presa d'atto di quanto comunicato dagli *executives* può essere evitato a condizione che ai singoli amministratori siano affidati compiti specifici e i lavori del consiglio siano preceduti da un'istruttoria svolta da comitati composti in prevalenza da amministratori non esecutivi indipendenti. In questa visione si affermano, quindi, a livello di *best practice* e di raccomandazioni dei mercati azionari (in primo luogo del *New York Stock Exchange - NYSE*), i comitati interni al *Board*. In particolare: a) l'*audit committee*, con funzioni di vigilanza dei processi di produzione dei dati finanziari e dei controlli interni alla società nonché di rapporto con gli *auditors* esterni; b) il *compensation committee*, dedicato a vagliare i sistemi di remunerazione degli *executives*; c) il *nomination committee*, volto a raccomandare al consiglio i candidati per le funzioni direttive che devono essere ricoperte tramite nomina consiliare o assembleare.

Quanto alla regolamentazione degli *auditors*, la disciplina è di livello federale in quanto fa parte della *securities law*. Prima degli scandali, tuttavia, la normativa era ben lontana dai più

stringenti *standards* europei e italiani. Non esistevano praticamente presidi a tutela dell'indipendenza del revisore, in termini di durata nel tempo dell'incarico e di cumulo con altre attività svolte in favore della stessa società: solo la *Final Rule 33-7919*, emanata il 21 novembre 2000 dalla SEC, prevedeva un primo elenco di servizi *non-audit* la cui fornitura veniva interdetta alla società di revisione nei confronti dei clienti i cui conti fossero dalla stessa società revisionati. La vigilanza sull'operato delle società di revisione, infine, era affidata all'autodisciplina della categoria. In definitiva prima di Enron la disciplina della revisione si basava sull'assunto che delle società di revisione ci si può fidare in quanto per loro sarebbe irrazionale mettere a repentaglio la reputazione, cioè il loro *asset* più prezioso, per colludere con un cliente dal quale, anche il più importante, traggono solo parte minima dei loro introiti.

L'*affaire* Enron, come noto, è consistito principalmente in artifici contabili di "finanza creativa" che hanno consentito larghi guadagni agli *executive directors* e hanno occultato la reale situazione debitoria della società. Benché molti dati fossero pubblici, tutti gli organi, i soggetti e le autorità preposte ai controlli non hanno tempestivamente reagito. Per quanto qui interessa, lo scandalo ha mostrato l'inefficienza sia del *Board*, sia degli *auditors*.

Per questi ultimi le ragioni della disfunzione erano abbastanza evidenti: Arthur Andersen incassava da Enron più per i (maggiormente remunerativi) servizi *non-audit* che per quelli *audit*; Enron era sostanzialmente, e da molto tempo, l'unico cliente del *partner* texano di Andersen responsabile della sua revisione; tale *partner*, inoltre, veniva remunerato anche con una provvigione sui servizi *non-audit* che Andersen forniva a Enron. Era chiaro, dunque, che l'affidabilità del servizio di *auditing* non poteva essere più affidata alla sola

reputazione e alle azioni di responsabilità *ex post*.

Più complesso il discorso sul *Board*. Per quanto quello di Enron avesse indubbiamente mal funzionato, esso presentava un alto grado di *compliance* con la teoria del *monitoring Board*: gli amministratori erano quasi tutti indipendenti e prestigiosi e il consiglio era articolato nei canonici comitati raccomandati dalla *best practice*. Non era quindi affatto chiaro se un eventuale intervento in materia dovesse rafforzare tale modello, ed eventualmente fornirgli il crisma della legge, oppure invertire decisamente la rotta tenendo conto della circostanza che, frequentemente, agli amministratori indipendenti mancano tempo, informazioni e incentivi adeguati per svolgere efficacemente il loro ruolo.

1.2 Italia

Nel momento in cui esplose il caso Enron, l'Italia era, dal punto di vista normativo, in fase di piena transizione; da poco era stato approvato il TUF, che peraltro non esauriva il tema dei controlli interni ed esterni nelle società quotate, in parte rimesso alla disciplina societaria comune; erano appena cominciati i lavori per la riforma societaria, basati proprio su un approccio all'americana: valorizzazione dell'autonomia privata e riduzione del tasso di imperatività del sistema. Infine, era stata appena pubblicata (1999) la prima versione del codice di autodisciplina per le società quotate che, sulla scia delle esperienze internazionali, introduceva anche in Italia, sulla base volontaria del principio *comply-or-explain*, la figura degli amministratori indipendenti e dei comitati del consiglio.

D'altro canto non può scordarsi che il caso Enron venne inizialmente accolto con una punta di compiacimento nel vedere la cattiva prova del sistema di *corporate governance* che ormai si

proponeva come modello universale: si diceva infatti che in Italia uno scandalo del genere non sarebbe mai potuto accadere perché si trattava di una degenerazione tipica del sistema delle *public companies* ove manca l'occhio vigile del socio di controllo sull'operato dei managers (la gran parte delle società italiane quotate sono, invece, caratterizzate, come noto, da una proprietà forte). Purtroppo, come poi i fatti hanno dimostrato, il rischio in Italia non era affatto assente, era solo diverso.

All'epoca, quindi, l'assetto delle società quotate era imperativamente basato sulla struttura tradizionale italiana che prevede l'assemblea, l'organo amministrativo e il collegio sindacale. Dall'esterno si aggiungeva la società di revisione che, già prima del TUF, sia pur con una certa sovrapposizione rispetto al collegio sindacale, doveva provvedere al controllo contabile.

Gli interventi del TUF sulla materia qui esaminata erano stati di taglio assai diverso: quasi nulli sull'organo amministrativo, robusti sul collegio sindacale, di "controriforma" sulle società di revisione.

L'unica sostanziale innovazione in materia di amministratori fu la previsione della legittimazione della minoranza qualificata a esercitare contro di loro l'azione sociale di responsabilità; nulla, invece, venne sancito in tema di composizione e di funzionamento dell'organo.

Più corposo fu invece l'intervento in tema di collegio sindacale. Anzitutto, venne più chiaramente sancita la separazione tra controllo contabile (affidato in esclusiva alla società di revisione) e controllo sul rispetto dei principi di corretta amministrazione (affidato al collegio sindacale); in questo ambito venne opportunamente specificato che il collegio sindacale deve vigilare sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema ammini-

strativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione. In secondo luogo, venne prevista la figura del sindaco "di minoranza" con ciò introducendo all'interno dell'organo di controllo un elemento dialettico potenzialmente fecondo. Infine, sia il collegio sia i suoi membri vennero dotati di più efficaci strumenti di reazione in caso di sospetto o scoperta di irregolarità. Senza indulgere nell'elenco completo, si pensi: (a) all'obbligo di comunicare senza indugio alla Consob le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza; (b) alla legittimazione, in caso di fondato sospetto di gravi irregolarità nella gestione addebitabili agli amministratori, a denunciare i fatti al tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c.; (c) al potere (esercitabile anche da due sindaci), previa comunicazione al presidente del consiglio di amministrazione, di convocare l'assemblea dei soci, il consiglio di amministrazione o il comitato esecutivo; (d) al potere di procedere, anche individualmente, in qualsiasi momento ad atti di ispezione e di controllo, nonché di chiedere agli amministratori notizie, anche con riferimento a società controllate, sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari.

In materia di revisione, infine, il TUF fu per certi profili un passo indietro rispetto alla disciplina contenuta nel d.p.r. 136 del 1975. Vennero, infatti, meno una serie di controlli strutturali che il citato d.p.r. assegnava alla Consob: (a) l'approvazione da parte dell'Autorità di vigilanza della nomina assembleare della società di revisione al fine di controllarne in concreto l'idoneità tecnica; (b) l'approvazione della giusta causa di revoca da parte dell'assemblea; (c) il potere di revocare d'ufficio la società di revisione; (d) la determinazione dei criteri generali in materia di compensi.

Immediatamente successiva al fallimento di Enron è la riforma del diritto penale societario (d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61); mentre negli Stati Uniti si stava pensando a come rafforzare le sanzioni per i falsi contabili (per la cui draconiana versione finale si veda il SOX), in Italia sostanzialmente si depenalizzavano tali condotte. La vicenda è troppo nota per fermarvi l'attenzione.

I lavori di riforma del diritto societario, come detto, si sono incrociati, ma infruttuosamente, con il caso Enron. Per la verità, il ministero dell'economia fu rapido, nell'aprile del 2002 (sulla scia di analoghe esperienze comunitarie ed europee tra cui si segnala il Consiglio Ecofin del 12 e 13 aprile 2002), nel nominare un'apposita commissione presieduta da Galgano per esaminare quella vicenda in chiave italiana. La commissione dedicò gran parte del lavoro proprio alla revisione contabile e pubblicò il suo rapporto finale nel settembre 2002, in tempo utile quindi perché i suoi esiti fossero compresi nella riforma. Ma così non fu. Sintomatica dello scarso interesse al tema da parte delle istituzioni era, del resto, la circostanza che il regolamento ministeriale sulle cause di incompatibilità delle società di revisione, previsto nell'art. 160, comma 1, TUF, non fosse stato ancora emanato; in materia restava ancora in vigore l'art. 3 del d.p.r. 136/1975, norma della quale sarebbe riduttivo limitarsi a dire che era invecchiata. D'altro canto, sempre in tema di revisione contabile, la riforma societaria non raccolse nemmeno le raccomandazioni formulate dalla Commissione Europea rispettivamente il 15 novembre 2000 in tema di requisiti minimi per il controllo di qualità e il 16 maggio 2002 in tema di indipendenza dei revisori.

Nonostante il disinteresse per le esperienze negative d'oltre Oceano, la riforma del diritto societario (finalmente emanata con il d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6) non è priva di novità inte-

ressanti in tema di funzionamento del consiglio d'amministrazione, cioè della parte lasciata scoperta dal TUF. La riforma, invero, gradua in maniera significativa doveri e responsabilità dei componenti del consiglio di amministrazione, prendendo atto anche a livello legislativo dell'articolazione all'interno dell'organo tra componenti chiamati a gestire l'impresa sociale e membri essenzialmente deputati invece alla sorveglianza nei confronti dell'operato dei primi.

Così, nell'ambito del principio generale secondo cui la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori (art. 2380-*bis* c.c.), ma può essere delegata a un comitato esecutivo o a uno o più amministratori delegati, la riforma impone doveri specifici differenziati.

Per quanto concerne gli organi delegati (componenti del comitato esecutivo e amministratori delegati), cioè i corrispondenti degli *executives* statunitensi, viene ora espressamente previsto che essi, oltre a svolgere le funzioni delegate, "curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e riferiscono al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate" (art. 2381, comma 5, c.c.).

Corrispondentemente è venuto meno per gli amministratori "semplici" (i *non executive directors*) il generico dovere di vigilare sul generale andamento della gestione in quanto adesso il consiglio "sulla base delle informazioni ricevute valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; quando elaborati, esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società; valuta, sulla

base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione” (art. 2381, comma 3, c.c.). Resta, peraltro, il dovere di intervento in caso di conoscenza di fatti pregiudizievoli (art. 2392, comma 1, c.c.).

Al presidente del consiglio d’amministrazione è assegnato un ruolo di cerniera-garante dei flussi informativi: “salvo diversa previsione dello statuto, il presidente convoca il consiglio di amministrazione, ne fissa l’ordine del giorno, ne coordina i lavori e provvede affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all’ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri” (art. 2381, comma 2, c.c.).

Tutti gli amministratori, comunque, “sono tenuti ad agire in modo informato; ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società” (art. 2381, comma 6, c.c.). In sostanza, con la riforma si esce da un sistema in cui tutti gli amministratori tendevano a essere irrealisticamente appiattiti sul medesimo standard e si prende atto che il consiglio è formato da due componenti: quella degli esecutivi, a cui è rimesso il compito di gestire, e quella dei non esecutivi, a cui spetta di monitorare e valutare sulla base delle informazioni ricevute (tra cui quelle doverosamente “reclamate” stante il dovere di agire in modo informato) e di intervenire solo in caso di necessità per evitare conseguenze pregiudizievoli alla società.

Va aggiunto che opportunamente, stante gli assetti proprietari delle società italiane, la riforma rafforza la trasparenza in materia di operazioni in cui gli amministratori abbiano interessi personali o che siano svolte con parti correlate. Per le prime, l’amministratore che abbia un interesse personale in una determinata operazione (anche se non in conflitto con quello della società) deve provvedere a informarne gli altri amministratori e il collegio sindacale precisandone rigorosa-

mente “la natura, i termini, l’origine e la portata”; a seguito di tale comunicazione la deliberazione del consiglio deve adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell’operazione. Per le seconde, l’organo amministrativo deve adottare, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni.

Nel contempo la riforma prevede la possibilità per l’autonomia statutaria di sostituire il sistema classico, c.d. latino, di amministrazione e controllo con sistemi alternativi: quello dualistico alla tedesca e quello monistico di stampo anglo-americano. Nel sistema dualistico l’assemblea nomina un organo (il consiglio di sorveglianza) che, oltre a esercitare le funzioni tipiche del collegio sindacale, provvede anche a eleggere i componenti dell’organo di gestione (il consiglio di gestione) e ad approvare il bilancio; nel sistema monistico, invece, l’assemblea elegge un consiglio di amministrazione al cui interno è costituito un apposito comitato per il controllo sulla gestione (il c.d. *audit committee*). I tre sistemi sono dunque genericamente accomunati dalla presenza dell’assemblea, di un organo amministrativo e di uno di controllo; in estrema sintesi, da un punto di vista strutturale, la differenza consiste nella circostanza che, mentre nel sistema tradizionale l’assemblea nomina sia chi gestisce sia chi controlla la gestione, in quello dualistico l’assemblea nomina solo i controllori (che nominano poi i gestori) e in quello monistico, viceversa, solo i gestori (che poi designano chi tra loro assumerà le funzioni di «guardiano»).

In questo quadro normativo scoppia alla fine del 2003 il caso Parmalat. Rispetto a Enron diverse, e meno sofisticate, sono le tecniche specifiche di occultamento del dissesto (la differenza che corre tra la finanza creativa nella contabilizzazione delle *special purpose entities* e la falsificazione mate-

riale degli estratti conto bancari); eguale però è la constatazione finale del mancato funzionamento dei controlli interni ed esterni.

Caduta l'illusione che un caso Enron in Italia non avrebbe potuto verificarsi, la questione della tutela del risparmio diventa di massima attualità. Fioccano disegni e progetti di legge (come ovunque dopo i rispettivi scandali: in Francia la *loi de sécurité financière* n. 200-706 del 1° agosto 2003 e in Germania il c.d. 10-*Punkte-Programm* del febbraio 2003, in parte già attuato e in parte in corso di attuazione), ci si ricorda delle citate raccomandazioni europee, vengono riesumati i risultati della Commissione Galgano, si svolge un'approfondita indagine parlamentare.

Proposte sulla tutela del risparmio vengono presentate da tutte le parti politiche e si perviene nel maggio 2004 a un primo testo unificato di proposta di legge, c.d. *bipartisan* in quanto frutto del lavoro comune di due relatori, uno della maggioranza e uno della minoranza; successivamente, venuto meno l'accordo, nel novembre 2004 viene presentata una nuova versione di testo unificato. Da allora, peraltro, la proposta di legge entra in una specie di letargo dal quale verrà risvegliata solo alla fine dell'estate 2005 quando, dopo una nuova ondata di scandali finanziari, la rapida approvazione della legge sembra l'unico strumento possibile per indurre alle dimissioni il Governatore della Banca d'Italia. E così, in gran fretta, e a colpi di voti di fiducia per modificare le parti del provvedimento riguardanti la Banca d'Italia e le false comunicazioni sociali (per le quali viene sostanzialmente confermata la blanda disciplina del 2002), si arriva alla tardiva approvazione di una legge (L. 28 dicembre 2005, n. 262, *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*), scritta in modo pessimo che contiene di tutto un po': alcune cose buone, altre meno.

Nel frattempo anche l'autodisciplina si aggiorna. A marzo 2006, Borsa Italiana s.p.a. ha pubblicato la terza versione del Codice di Autodisciplina per le società quotate.

2. USA: i cambiamenti introdotti dal SOX

Poiché il nucleo dello scandalo Enron concerneva la c.d. contabilità creativa, l'attenzione maggiore del SOX in materia di controlli interni ed esterni ha riguardato proprio gli organi e i soggetti deputati a svolgere tale tipo di funzione. In sostanza, nell'ambito del cosiddetto *corporate governance ecosystem*, le modifiche hanno quindi riguardo l'*audit committee* e gli *auditors*.

2.1 Amministratori indipendenti e *audit committee*

In materia di amministratori, il SOX ha operato una scelta di campo netta. La legge è pervasa dall'idea che tra le cause della vicenda Enron non vi sia l'inidoneità in sé del c.d. *monitoring board*, ma la sua insufficiente implementazione da parte delle società. Di conseguenza l'intervento è stato mirato per dare una base legale all'*audit committee* e alla presenza degli amministratori indipendenti, stabilendo alcuni requisiti minimi per poter accedere alla quotazione in un mercato. Per la prima volta, quindi, la legge federale (con ciò, secondo alcuni, invadendo la sfera di competenza dei singoli Stati e realizzando una *shadow corporation law*) ha menzionato l'*audit committee* delle società quotate, prevedendo requisiti in tema di composizione dell'organo e di funzioni allo stesso affidate.

Benché le nuove norme non prevedano l'obbligo di formare un tale comitato all'interno del *Board*, tuttavia esse di fatto inducono con decisione le società a munirsi di tale organo. Tale valenza della riforma si coglie già nella norma definitoria che precisa la nozione di *audit committee*: “a



committee (or equivalent body) established by and amongst the board of directors of an issuer for the purpose of overseeing the accounting and financial reporting processes of the issuer and audits of the financial statements of the issuer"; infatti, la norma subito dopo aggiunge che *"if no such committee exists with respect to an issuer, [allora va considerato come audit committee] the entire board of directors of the issuer"*. Ne consegue l'utilità, se non la necessità, di avere un *audit committee* per evitare che le disposizioni a esso relative si applichino all'intero consiglio.

Così identificato l'organo, il SOX affida alla SEC il compito di *"direct the national securities exchanges and national securities associations to prohibit the listing of any security of an issuer that is not in compliance"* con le regole di indipendenza e di competenza dell'organo stabilite nella legge.

In materia di indipendenza il SOX prevede allora due requisiti: ogni membro del *committee* deve essere *"a member of the board of directors of the issuer, and shall otherwise be independent"*. Indipendenza significa che *"a member of an audit committee of an issuer may not, other than in his or her capacity as a member of the audit committee, the board of directors, or any other board committee: (i) accept any consulting, advisory, or other compensatory fee from the issuer; or (ii) be an affiliated person of the issuer or any subsidiary thereof"*. In sede di esercizio dei suoi poteri normativi secondari la SEC ha poi precisato che non va considerata come *affiliated person* il soggetto che abbia una partecipazione inferiore al 10% nella società.

Nulla è stabilito nel SOX sui requisiti professionali dei componenti del comitato, ma alla SEC è affidato il compito di richiedere agli emittenti di rendere pubblico *"whether or not, and if not, the reasons therefor, the audit committee of that issuer is comprised of at least 1 member*

who is a financial expert", espressione che la SEC stessa viene delegata a definire.

Le competenze minime dell'*audit committee*, in mancanza delle quali è preclusa la quotazione, consistono nel fatto che l'organo:

- *"shall be directly responsible for the appointment, compensation, and oversight of the work of any registered public accounting firm employed by that issuer (including resolution of disagreements between management and the auditor regarding financial reporting) for the purpose of preparing or issuing an audit report or related work, and each such registered public accounting firm shall report directly to the audit committee"*;
- *"shall establish procedures for: (a) the receipt, retention, and treatment of complaints received by the issuer regarding accounting, internal accounting controls, or auditing matters; and (b) the confidential, anonymous submission by employees of the issuer of concerns regarding questionable accounting or auditing matters"*.

In sostanza, quindi, la legge istituisce un collegamento diretto tra *audit committee* e *auditors*. Questi ultimi sono scelti, compensati e vigilati dal comitato e a esso devono relazionare direttamente sul loro lavoro. Ancor più in dettaglio, nella norma espressamente rivolta agli *auditors*, è espressamente sancito che essi *"shall timely report to the audit committee of the issuer (1) all critical accounting policies and practices to be used; (2) all alternative treatments of financial information within generally accepted accounting principles that have been discussed with management officials of the issuer, ramifications of the use of such alternative disclosures and treatments, and the treatment preferred by the registered public accounting firm; and (3) other material written communications between the registered public accounting firm and the management of the issuer, such as any*

management letter or schedule of unadjusted differences”.

Inoltre il comitato, come perno del sistema dei controlli interni della società, è il destinatario dei reclami e delle “soffiate” dei c.d. *whistleblowers* che vengono fortemente incoraggiati dal SOX.

Infine sono previsti altri due requisiti per la quotazione, a garanzia che l'*audit committee* abbia effettivamente l'autonomia finanziaria e operativa necessaria per funzionare adeguatamente:

- “*each audit committee shall have the authority to engage independent counsel and other advisers, as it determines necessary to carry out its duties*”;
- “*each issuer shall provide for appropriate funding, as determined by the audit committee, in its capacity as a committee of the board of directors, for payment of compensation*”.

Si è detto che tali regole introducono poco di nuovo, che si limitano a formalizzare ciò che già era previsto nelle *listing rules* dei maggiori mercati o nei codici di *best practice* cui spontaneamente le società quotate si adeguano. La critica è probabilmente eccessiva. Il fatto stesso che la legge federale preveda questi *standard* minimi determina un salto di qualità e consente alle società di gestione dei mercati di pretendere di più nei requisiti di ammissione: si è detto che “*law may be driving norms*”.

In effetti, a seguito del SOX, il NYSE ha modificato le sue regole di quotazione e oggi non solo richiede che l'*audit committee* sia composto di almeno tre membri (sec. 303A.06 del *Listed Company Manual*) tutti indipendenti (sec. 303A.07) e *financially literates* (uno dei quali con *expertise* specifica), ma ha altresì tipizzato il requisito dell'indipendenza (sec. 303A.02) in modo ben più rigoroso rispetto a quanto si legge nel SOX e nella conseguente *rule* della SEC. Ai sensi di tale disposizione la qualifica di indipendente presuppone che vi sia stata una specifica

valutazione del *Board* volta ad accertare che l'amministratore in questione “*has no material relationship*” con la società quotata (né direttamente né indirettamente, quale socio o amministratore di un'entità legale). Il criterio è concretizzato con una serie di ipotesi di non indipendenza che, oltre a fissare soglie quantitative, includono nella *material relationship* anche i rapporti pregressi, quelli dei familiari stretti e quelli con soggetti in rilevanti rapporti d'affari con la quotata. Anche i compiti dell'*audit committee* sono specificati in modo molto più puntuale di quanto previsto nella legge.

Il NYSE esige, inoltre, ai fini della quotazione, che le società (escluse peraltro le *controlled companies*, cioè quelle con un socio che supera il 50% dei diritti di voto) abbiano una maggioranza di amministratori indipendenti (sec. 303A.01) e che siano previsti due ulteriori comitati: a) il *nominating/corporate governance committee*, con mansioni relative non solo alla selezione dei candidati per le nomine di competenza del consiglio e dell'assemblea, ma anche di *develop and recommend to the board a set of corporate governance guidelines applicable to the corporation*; b) il *compensation committee*.

Particolarmente interessante, infine, poiché indica la linea di tendenza ad articolare sempre più il *Board* in componenti distinte, è che la *section* 303A.03 del *Listed Company Manual* preveda che “*to empower non-management directors to serve as a more effective check on management, the non-management directors of each listed company must meet at regularly scheduled executive sessions without management*”. Se tra i *non-management directors* ve ne sono di non indipendenti, deve inoltre essere prevista almeno una riunione annuale dei soli amministratori indipendenti.

2.2 Gli auditors

In materia di governo societario, le novità di contenuto più interessanti del SOX sono però quelle in tema di revisione contabile che, come si è visto, era precedentemente regolata in modo molto più *soft* di quanto avviene in Europa. Come ha scritto il Senato statunitense a conclusione della sua indagine “*Enron appears to be the straw that broke the camel’s back in instigating a climate for change in auditor regulation*” (*Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, Financial Oversight of Enron: the SEC and Other Private Watchdogs, 2002*).

Anzitutto si è previsto un più efficace controllo sulla qualità del lavoro dei revisori tramite l’istituzione di un nuovo organo di vigilanza specializzato, il *Public Company Accounting Oversight Board* (sul quale si veda il prossimo capitolo).

In secondo luogo, sono state introdotte radicali innovazioni volte – tramite la modificazione della *rule 10A* del *Securities and Exchange Act* del 1934 – a rafforzare energicamente l’indipendenza della società di revisione e dei suoi partners dai clienti revisionati tramite: (i) la precisazione di numerosi servizi *non-audit* che non possono essere svolti in favore della società i cui conti sono oggetto di *audit*; (ii) la previsione che tutti i servizi *non-audit* permessi siano comunque specificamente approvati dall’*audit committee* (c.d. *pre-approval*); (iii) l’introduzione della regola di rotazione obbligatoria per il *lead* e il *concurring audit partner*; (iv) il rafforzamento delle regole volte a prevenire conflitti di interesse; (v) la previsione di uno stretto raccordo operativo, in sede di nomina e di svolgimento del rapporto, tra società di revisione e *audit committee* del cliente.

Dalla constatazione che ormai “*the audit has become merely a commodity [e che] the greater profit opportunities for auditors come from using audits as a platform from which to sell more lucrative non-audit services*” è derivata dunque la regola per cui il soggetto che effettua l’*audit* di una società quotata (ma anche la persona associata all’*auditor*, secondo la definizione fornita dalla SEC) non può svolgere una serie di servizi in favore di quella stessa società. Le specifiche attività vietate sono: (1) *bookkeeping or other services related to the accounting records or financial statements of the audit client*; (2) *financial information systems design and implementation*; (3) *appraisal or valuation services, fairness opinions, or contribution-in-kind reports*; (4) *actuarial services*; (5) *internal audit outsourcing services*; (6) *management functions or human resources*; (7) *broker or dealer, investment adviser, or investment banking services*; (8) *legal services and expert services unrelated to the audit*; and (9) *any other service that the Board determines, by regulation, is impermissible*.

Per i servizi non previsti nella lista nera è stabilito il requisito della preapprovazione in base al quale ogni servizio *non-audit*, inclusi i *tax services*, deve essere *approved in advance by the audit committee* che può delegare il compito a uno o più dei suoi membri indipendenti.

Vi è un’eccezione c.d. *de minimis* se (i) *the aggregate amount of all such non-audit services provided to the issuer constitutes not more than 5 percent of the total amount of revenues paid by the issuer to its auditor during the fiscal year in which the non-audit services are provided*; (ii) *such services were not recognized by the issuer at the time of the engagement to be non-audit services*; and (iii) *such services are promptly brought to the attention of the audit committee of the issuer and approved prior to the*

completion of the audit by the audit committee or by 1 or more members of the audit committee who are members of the board of directors to whom authority to grant such approvals has been delegated by the audit committee”.

Assolutamente innovativo per il sistema americano è l’obbligo di rotazione del *lead* e del *concurring audit partner* (cinque anni di durata massima più cinque anni di *cooling-off*); le disposizioni attuative emanate dalla SEC hanno allargato l’ambito della rotazione obbligatoria anche agli altri partecipanti alla revisione che abbiano una qualche responsabilità decisoria oppure abbiano avuto regolari rapporti con il *management* o l’*audit committee* della società revisionata (sette anni di durata massima più due di *cooling-off*).

Con tale regola si è inteso rimediare all’eccessiva familiarità che un rapporto troppo prolungato nel tempo può provocare sull’effettiva indipendenza dell’*audit partner*, avendo riguardo al caso specifico Enron ove il responsabile della sede texana di Arthur Andersen era da molto tempo il responsabile della revisione contabile della società. Non si è invece introdotta la regola della rotazione obbligatoria della società di revisione. Sul punto il SOX ha commissionato uno studio allo *United States General Accounting Office* che, nel 2003, ha concluso nel senso che tale regola sarebbe inopportuna in quanto i pregi del c.d. *fresh look* da parte di una nuova società di revisione sarebbero minori rispetto agli elevati costi di avvio del rapporto di revisione e ai rischi di errori nel periodo iniziale dell’*auditing*.

Per quanto attiene ai conflitti di interesse, al fine di evitare i pericoli derivanti dal passaggio dalla “squadra” dei revisori a quella dei revisionati, il SOX stabilisce il divieto di affidare l’incarico a una società di revisione se il “*chief executive officer, controller, chief financial officer, chief accounting officer, or any person serving in an equivalent position for the issuer, was employed*

by that registered independent public accounting firm and participated in any capacity in the audit of that issuer during the 1-year period preceding the date of the initiation of the audit”.

3. Italia: le novità introdotte dalla “legge sul risparmio”

L’illustrazione delle innovazioni italiane *post Parmalat* è, allo stato, incompleta poiché molte norme introdotte dalla legge 262/2005 richiedono disposizioni attuative della Consob che, al momento, ancora non sono state emanate.

3.1 Il consiglio di amministrazione

Si è visto che il TUF aveva dedicato poca attenzione al consiglio di amministrazione, mentre la riforma del diritto societario aveva invece dettato una serie di penetranti regole in ordine alla divisione di compiti tra amministratori esecutivi e non esecutivi. Solo il codice di autodisciplina (nella prima versione del 1999, poi emendata nel 2002), peraltro, prevedeva la presenza di amministratori non esecutivi tali, per numero e autorevolezza, da garantire che il loro giudizio avesse un peso significativo nell’assunzione delle decisioni consiliari; di questi un numero adeguato doveva essere composto da amministratori indipendenti definiti (nella versione 2002 del Codice) come coloro che: “a) non intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, né hanno di recente intrattenuto, relazioni economiche con la società, con le sue controllate, con gli amministratori esecutivi, con l’azionista o gruppo di azionisti che controllano la società, di rilevanza tale da condizionare l’autonomia di giudizio; b) non sono titolari, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, di partecipazioni azionarie di entità tale da permettere loro

di esercitare il controllo o un'influenza notevole sulla società, né partecipano a patti parasociali per il controllo della società stessa; c) non sono stretti familiari di amministratori esecutivi della società o di soggetti che si trovino nelle situazioni indicate alle precedenti lettere a) e b)”.

La legge sulla tutela del risparmio interviene decisamente in tale materia stabilendo che: (a) i membri del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati presentate da una quota di capitale sociale determinata statutariamente, ma comunque in misura non superiore a un quarantesimo del capitale sociale; (b) almeno uno dei membri del consiglio di amministrazione sia espresso dalla lista di minoranza che ha ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con la lista risultata prima per numero di voti (c.d. *amministratore di minoranza*); (c) qualora il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette membri, almeno uno di essi debba possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 148, comma 3, TUF nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria (c.d. *amministratore indipendente*).

Regole particolari sono disposte per le società che adottino sistemi alternativi. Per quelle a sistema monistico, già in base alle norme generali del codice civile almeno un terzo degli amministratori deve avere i requisiti di indipendenza stabiliti nell'art. 2399, comma 1, c.c. (art. 2409-*septiesdecies* c.c.); in aggiunta ora è sancito che il membro espresso dalla lista di minoranza deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza determinati ai sensi dell'art. 148, commi 3 e 4, TUF. Per le società a sistema dualistico si è invece disposto che almeno uno dei componenti del consiglio di

gestione sia indipendente qualora questi siano più di quattro.

La previsione sia di un amministratore indipendente sia di un amministratore di minoranza discende dalla considerazione che le nostre società quotate sono tipicamente a capitale concentrato e i requisiti di indipendenza a cui si rinvia (cioè quelli previsti per i componenti del collegio sindacale dall'art. 2399 c.c. e dall'art. 148 TUF) sono finalizzati soprattutto ad assicurare l'indipendenza dagli amministratori e dalla società, ma non dai suoi soci di controllo (salvo che non si tratti di società controllante); diverso, come noto, è il concetto di indipendenza previsto nella Raccomandazione 15 febbraio 2005 della Commissione europea sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi ove si dice che “un amministratore può essere considerato indipendente soltanto se è libero da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, che creino un conflitto di interessi tale da poter influenzare il suo giudizio” (l'allegato II della Raccomandazione prevede poi una serie di criteri specifici che vengono consigliati per effettuare il test di indipendenza). E' sembrato, quindi, ai redattori della legge sulla tutela del risparmio, che fosse opportuno non limitarsi a seguire il modello americano dell'amministratore indipendente, ma aggiungere anche quello dell'amministratore di minoranza in quanto solo una diversa legittimazione di nomina sarebbe in grado di assicurare un'effettiva dialettica all'interno dell'organo.

Le norme italiane presentano alcuni elementi di criticità, anche al di là delle perplessità che può suscitare l'obbligo di avere sia un amministratore di minoranza sia un amministratore indipendente. In primo luogo perché inopinatamente è sancito che “per le elezioni alle cariche

sociali le votazioni devono sempre svolgersi con scrutinio segreto”; la disposizione (che, nonostante la lettera, si ritiene applicabile solo alla nomina degli amministratori) appare infatti contraddittoria con la previsione del voto di lista. In secondo luogo, perché l’articolazione del consiglio in comitati è rimessa integralmente al codice di autodisciplina.

Un importante complemento alla legge è rappresentato dal Codice di autodisciplina delle società quotate di cui il Comitato per la *Corporate Governance*, costituito su impulso di Borsa Italiana s.p.a., ha diffuso nel marzo 2006 la terza versione. L’adesione al Codice non è obbligatoria per le società quotate, tuttavia esse con cadenza annuale devono informare soci, Borsa e pubblico sul proprio sistema di *corporate governance* e sull’adesione al Codice; le società che non hanno applicato le raccomandazioni contenute nel Codice o le hanno applicate solo in parte devono dare una specifica informazione sulle motivazioni che le hanno indotte a tale decisione. Questi requisiti pubblicitari, che integrano il principio *comply-or-explain*, sono ora assistiti da una sanzione legale. La legge sulla tutela del risparmio, infatti, assegna alla Consob il compito di controllare l’informazione data dagli emittenti al pubblico in merito all’adesione e alla concreta applicazione dei codici di comportamento promossi da società di gestione dei mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori: vigilanza pubblica che trova il suo approdo nello specifico potere punitivo attribuito alla stessa Consob che può irrogare una sanzione amministrativa (oltre alla pubblicazione del provvedimento su almeno due quotidiani, di cui uno economico, aventi diffusione nazionale) a carico di amministratori, componenti degli organi di controllo e direttori generali delle società che omettano le comunicazioni prescritte dall’art. 124-*bis* TUF

(in tema di adesione ed effettiva applicazione dei citati codici di comportamento) ovvero, nelle stesse o in altre comunicazioni rivolte al pubblico, divulgano o lasciano divulgare false informazioni relativamente all’adesione delle stesse società a tali codici di comportamento ovvero all’applicazione dei medesimi.

Il nuovo Codice di Autodisciplina disegna con precisione la missione di sorveglianza del consiglio di amministrazione sull’operato degli organi delegati e sull’adeguatezza dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; prevede la necessaria articolazione del consiglio in amministratori esecutivi e non esecutivi (concetto fissato in termini più rigorosi rispetto al passato) che per numero, competenza, autorevolezza e disponibilità di tempo devono essere tali da garantire la significatività del loro giudizio nell’assunzione delle decisioni consiliari; raccomanda di evitare la concentrazione delle cariche in una sola persona, richiedendo la designazione di un *lead independent director* nel caso in cui il presidente del consiglio di amministrazione coincida con l’amministratore delegato o con il socio di controllo. Tra gli amministratori non esecutivi una parte adeguata deve essere indipendente e il requisito dell’indipendenza è fissato in termini più severi rispetto agli *standards* di legge; gli amministratori indipendenti devono riunirsi almeno una volta l’anno in assenza degli altri amministratori.

All’interno del consiglio vanno istituiti, conformemente alla Raccomandazione UE del 15 febbraio 2005, uno o più comitati con funzioni propositive e consultive. I comitati raccomandati sono quelli per le nomine, per la remunerazione degli amministratori esecutivi (composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendente) e quello per il controllo interno (anch’esso composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipen-

dente); per tutti i comitati è previsto che siano composti da almeno tre membri, siano dotati di un proprio *budget*, possano far ricorso a consulenti esterni. Particolare attenzione è poi dedicata ai sistemi di controllo interni.

3.2 Il collegio sindacale

In tema di collegio sindacale, la legge 262/2005 ha proseguito nell'opera di valorizzazione dell'organo già intrapresa con il TUF e proseguita con la riforma societaria.

Si è preso atto che nonostante la previsione del TUF molte società quotate erano prive del c.d. sindaco di minoranza; fenomeno dovuto prevalentemente alla circostanza che gran parte delle società avevano statutariamente previsto *quorum* elevati per la presentazione delle liste di candidati che ne scoraggiavano la formazione. La nuova legge dispone allora che sia la Consob a stabilire con regolamento le modalità per l'elezione di un membro effettivo del collegio sindacale (o del consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico) da parte dei soci di minoranza.

Soprattutto, al fine di valorizzare questo elemento dialettico, è ora previsto che il presidente del collegio sindacale debba essere nominato dall'assemblea tra i sindaci eletti dalla minoranza (e che, dunque, qualora il sindaco di minoranza sia solo uno, a lui spetti di diritto la presidenza dell'organo). La norma si applica al comitato di controllo nel sistema monistico, ma non al consiglio di sorveglianza in quello dualistico dal momento che questo organo, a differenza del collegio sindacale, ha competenze che si estendono al di là del controllo di legalità (il consiglio di sorveglianza nomina e revoca i componenti del consiglio di gestione, approva il bilancio e, se previsto dallo statuto, delibera in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e

finanziari della società predisposti dal consiglio di gestione).

Il requisito dell'indipendenza dei sindaci dagli amministratori è rafforzato dall'art. 148, comma 3, lett. c), TUF. Spetta ora alla Consob stabilire limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo per i componenti del collegio sindacale.

Anche per quanto attiene ai poteri/doveri dell'organo la legge sulla tutela del risparmio rafforza l'incisività del collegio: (a) allarga quelli informativi riguardo alle società controllate in quanto adesso i sindaci possono rivolgere le loro richieste direttamente agli organi di amministrazione e controllo di queste ultime; (b) estende la vigilanza dei sindaci alle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi; (c) assegna anche al singolo sindaco individualmente la legittimazione ad avvalersi di dipendenti della società per l'espletamento delle proprie funzioni e a convocare gli organi sociali (salva l'assemblea, per la quale il potere di convocazione deve essere esercitato da almeno due sindaci).

Il Codice di Autodisciplina assegna al collegio sindacale, tra gli altri, il compito di vigilare sull'indipendenza della società di revisione.

3.3 Le società di revisione

Come negli Stati Uniti, la revisione contabile è stata oggetto di un robusto intervento che, in parte, rappresenta un ritorno al passato (nomina, revoca e determinazione dei corrispettivi vengono riportati a un assetto simile a quello che era contenuto nel d.p.r. 136/1975), in parte in-

troduce regole del tutto nuove. Il dove e il come intervenire sono derivati da tre diverse motivazioni: in primo luogo, dalle specificità degli scandali nazionali; in secondo luogo, dall'adeguamento (benché incompleto) alle raccomandazioni della Commissione Europea, nel frattempo sfociate in una Direttiva; (c) in terzo luogo, dall'influsso proveniente dal SOX.

In materia di nomina, ferma la competenza dell'assemblea e il parere dell'organo interno di controllo, torna l'approvazione della nomina da parte della Consob con un meccanismo di silenzio-assenso decorsi venti giorni dalla comunicazione. L'esame della Consob riguarda la verifica dell'assenza di cause di incompatibilità e della sussistenza dell'idoneità tecnica della società di revisione, in relazione alla sua organizzazione e al numero degli incarichi già assunti. Nella disciplina europea *"the proposal of the administrative body or supervisory board in public interest entities for the appointment of a statutory auditor or audit firm shall be based on a recommendation made by the audit committee"* che, nella terminologia della UE, comprende anche il nostro collegio sindacale.

Per la revoca tornano sia quella d'ufficio da parte della Consob sia la necessità che, in caso di revoca da parte dell'assemblea, la giusta causa sia soggetta all'approvazione della Consob: soluzioni entrambe apprezzabili, anche perché la disciplina delle società con azioni quotate in mercati regolamentati era irragionevolmente divenuta meno garantista di quella prevista per le non quotate (per le quali la revoca per giusta causa deve essere giudizialmente approvata). Sulla scia della proposta di direttiva è stato opportunamente precisato che "non costituisce giusta causa di revoca la divergenza di opinioni rispetto a valutazioni contabili o a procedure di revisione".

Torna, infine, anche la competenza della Consob a stabilire i criteri generali per la determinazione del corrispettivo che comunque deve essere deliberato dall'assemblea in sede di nomina, non deve essere influenzato dalla prestazione di servizi aggiuntivi né subordinato ad alcuna condizione. La questione è assai delicata in quanto coinvolge il tema della remuneratività del servizio. E' ovvio che un eccessivo ribasso delle tariffe – come avvenuto in tutto il mondo negli ultimi anni pre-Enron – provoca un abbassamento della qualità della revisione riducendola a un mero controllo cartolare; tuttavia bisogna anche tenere presente che, nell'ambito di un servizio ove non è realistico che la concorrenza si svolga sulla qualità del prodotto, giacché gli acquirenti vi hanno un interesse ridotto, togliere anche la leva del prezzo significherebbe escludere per principio ogni possibilità di competizione. Se si guarda al motivo della riduzione delle tariffe negli anni '90, ci si avvede che ciò è avvenuto soprattutto perché le società di revisione hanno utilizzato il servizio di *audit* come strumento per agganciare i clienti, come *"portal of entry into a lucrative client"*. Se ne potrebbe allora dedurre che per i compensi la chiave del problema stia proprio qui: se alle società di revisione venisse vietato di prestare al cliente revisionato servizi *non-audit* e, nel contempo, venisse imposto uno standard adeguato di qualità, allora vi sarebbe uno stimolo di mercato a chiedere tariffe congrue e l'intervento pubblico sui prezzi sarebbe superfluo. Ciò, inoltre, potrebbe dare la possibilità a nuovi operatori, con strutture più agili di quelle delle *big four*, di proporre prezzi più allettanti ai potenziali clienti. C'è insomma il rischio che demandare alla Consob la determinazione dei criteri generali di tariffa in un settore altamente concentrato e propenso a comportamenti paralleli possa divenire un'ulteriore barriera anticoncorrenziale.

La durata dell'incarico di revisione viene portata da tre a sei esercizi, "è rinnovabile una sola volta e non può essere rinnovato se non siano decorsi almeno tre anni dalla data di cessazione del precedente". La formulazione della norma è alquanto ambigua essendo dubbio se il *cooling-off period* scatta dopo il primo mandato oppure solo dopo il rinnovo. Quest'ultima è stata l'opzione seguita dalla Consob nella comunicazione del 23 marzo 2006; e la soluzione è probabilmente corretta, allo stato della legge. Sconcertante ne è però la conseguenza (non si sa quanto consapevole da parte di chi ha redatto la legge) perché in tal modo la durata massima dell'incarico viene allungata rispetto al passato: da nove anni (incarico triennale rinnovabile per due volte) si passa a dodici (incarico di sei anni rinnovabile una volta) in chiara controtendenza rispetto all'ispirazione complessiva della nuova legge.

Viene, quindi, confermata la tradizionale regola italiana (ma poco praticata all'estero) della rotazione obbligatoria della società di revisione; il che dovrebbe evitare un'eccessiva familiarità tra società di revisione e cliente e assicurare (ma il condizionale in un mercato oligopolistico è doveroso) il vantaggio del c.d. *fresh look*.

Del tutto nuova per l'Italia è, invece, la rotazione obbligatoria anche per la persona fisica responsabile della revisione: massimo sei esercizi cui devono seguirne almeno tre di raffreddamento. Si tratta di una tecnica diffusa, talvolta come autodisciplina, nei Paesi che non prevedono la rotazione obbligatoria della società.

A livello europeo (come negli USA) questa è l'unica rotazione obbligatoria: il (o i) *key audit partner(s)* responsabile della revisione deve cambiare almeno ogni sette anni e non può riprendere l'incarico prima che ne siano passati due. La nostra legislazione è, quindi, sensibilmente più severa di quella minima europea, ma tale rigore appare condivisibile. In effetti il pro-

blema dell'eccessiva intimità con la società revisionata e i suoi esponenti si pone sia a livello istituzionale per la società di revisione sia a livello di rapporti personali e di prospettive di carriera per il responsabile della revisione: non c'è bisogno di tornare col pensiero al caso Enron, basta far mente locale alla situazione italiana, ove non raramente accade che una singola società quotata pesi in misura eccessiva nel portafoglio clienti di un singolo partner di una società di revisione.

Collegate al tema della rotazione per le persone fisiche sono le due nuove disposizioni in tema di periodi di raffreddamento necessari per passare dal team dei revisori a quello dei revisionati e viceversa. Entrambe le previsioni, che rafforzano energicamente i divieti già presenti nell'art. 3, d.p.r. 136/1975, sono senz'altro meritevoli di consenso. Per un verso, coloro che hanno preso parte alla revisione del bilancio di una società nonché i soci, gli amministratori e i componenti degli organi di controllo della società di revisione alla quale è stato conferito l'incarico di revisione e delle società da essa controllate o ad essa collegate o che la controllano non possono: (a) esercitare funzioni di amministrazione o controllo nella società che ha conferito l'incarico di revisione e nelle società da essa controllate, ad essa collegate o che la controllano, (b) né prestare lavoro autonomo o subordinato in favore delle medesime società, se non sia decorso almeno un triennio dalla scadenza o dalla revoca dell'incarico, ovvero dal momento in cui abbiano cessato di essere soci, amministratori, componenti degli organi di controllo o dipendenti della società di revisione e delle società da essa controllate o ad essa collegate o che la controllano. Per altro verso, coloro che siano stati amministratori, componenti degli organi di controllo, direttori generali o dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari presso

una società non possono esercitare la revisione contabile dei bilanci della medesima società né delle società da essa controllate o ad essa collegate o che la controllano, se non sia decorso almeno un triennio dalla cessazione dei suddetti incarichi o rapporti di lavoro.

Sempre al fine di assicurare l'indipendenza dei revisori è inoltre previsto che "la misura della retribuzione dei dipendenti delle società di revisione che partecipano allo svolgimento delle attività di revisione non può essere in alcun modo determinata, neppure parzialmente, dall'esito delle revisioni da essi compiute né dal numero degli incarichi di revisione ricevuti o dall'entità dei compensi per essi percepiti dalla società".

La legge sulla tutela del risparmio prende atto che il ministero della giustizia non è riuscito – dal 1998 a oggi – a emanare il regolamento in materia di incompatibilità delle società di revisione e passa quindi l'incarico alla Consob che dovrà provvedere con proprio regolamento. La legge, tuttavia, prevede direttamente un nutrito elenco dei servizi (i c.d. servizi *non-audit*) che non possono essere svolti in favore della società che ha conferito l'incarico di revisione e delle società da essa controllate, a essa collegate o che la controllano o sono sottoposte a comune controllo. Vengono enucleate otto ipotesi specifiche di attività interdette e, con clausola finale di chiusura, si dà facoltà alla Consob di vietare, in via regolamentare, altri servizi e attività, anche di consulenza. Le attività specificamente e direttamente vietate consistono nella: a) tenuta dei libri contabili e altri servizi relativi alle registrazioni contabili o alle relazioni di bilancio; b) progettazione e realizzazione dei sistemi informativi contabili; c) servizi di valutazione e stima ed emissione di pareri *pro veritate*; d) servizi attuariali; e) gestione esterna dei servizi di controllo interno; f) consulenza e servizi in materia

di organizzazione aziendale diretti alla selezione, formazione e gestione del personale; g) intermediazione di titoli, consulenza per l'investimento o servizi bancari d'investimento; h) prestazione di difesa giudiziale.

Si tratta sostanzialmente del medesimo elenco contenuto nel SOX. D'altra parte, non è ben chiaro quale sia lo spazio assegnato alla Consob: se essa abbia solo il potere di aggiungere nuovi servizi vietati oppure se, come negli USA, la sua potestà si estenda anche alla possibilità di precisare i confini dei divieti legali sulla base del principio generale della proporzionalità dei vincoli con il loro fine ultimo: nel caso la salvaguardia dell'indipendenza.

Al di là di questi profili, peraltro, è la stessa elencazione di una serie di attività vietate che potrebbe sembrare contraddittoria con la circostanza che il nostro ordinamento prevede l'oggetto sociale esclusivo come requisito per l'iscrizione di una società di revisione nell'albo speciale Consob. Il sospetto di incoerenza, tuttavia, scompare subito se si ricorda che nella realtà le società di revisione non si presentano come enti isolati, ma sono sempre parti di un complesso *network* di entità legali di vario tipo e natura (società e studi professionali associati) per accertare rilevanza ed estensione dei quali basta navigare sui siti internet delle società di revisione. In Italia, finora, al rigido requisito dell'esclusività dell'oggetto sociale è corrisposto un certo lassismo nel consentire lo svolgimento di attività ulteriori, anche nei confronti di clienti revisionati, da parte di soggetti in vario modo collegati alla società di revisione. Per la verità, con una sua comunicazione del 1996, mai abrogata e anzi richiamata in successive comunicazioni, la Consob aveva stabilito che "*al fine di salvaguardare il requisito dell'indipendenza le società conferenti [l'incarico di revisione] non dovranno avvalersi della consulenza o di altre*

prestazioni professionali fornite da società o da studi professionali che intrattengono rapporti a carattere continuativo con la società di revisione incaricata della certificazione dei bilanci". Tuttavia questa direttiva della Consob aveva dubbio fondamento nella legge e, come tentativo di *moral suasion*, non ha avuto molto successo.

Adesso, sulla scia degli esempi stranieri, la legge 262/2005 estende il divieto di prestazione dei servizi *non-audit* sopra indicati a: entità appartenenti alla rete della società di revisione; soci, amministratori, componenti degli organi di controllo e dipendenti della società di revisione stessa e delle società da essa controllate, ad essa collegate o che la controllano o sono sottoposte a comune controllo. La legge, però, non indica la nozione della rete, ma affida alla Consob il compito di emanare in via regolamentare "i criteri per stabilire l'appartenenza di un'entità alla rete di una società di revisione, costituita dalla struttura più ampia cui appartiene la società stessa e che si avvale della medesima denominazione o attraverso la quale vengono condivise risorse professionali". Nello stesso regolamento la Consob deve inoltre determinare le caratteristiche degli incarichi e dei rapporti che possono compromettere l'indipendenza della società di revisione e stabilire le forme di pubblicità dei compensi che la società di revisione e le entità appartenenti alla sua rete hanno percepito, distintamente, per incarichi di revisione e per la prestazione di altri servizi, indicati per tipo o categoria; e può inoltre stabilire prescrizioni e raccomandazioni, rivolte alle società di revisione, per prevenire la possibilità che gli azionisti di queste o delle entità appartenenti alla loro rete nonché i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso le medesime intervengano nell'esercizio dell'attività di revisione in modo tale da compromettere l'in-

dependenza e l'obiettività delle persone che la effettuano.

Viene ribadito che la Consob vigila sull'attività delle società di revisione iscritte nell'albo speciale; ma si specifica che la Commissione dovrà procedere a verificare periodicamente e, comunque, almeno ogni tre anni l'indipendenza e l'idoneità tecnica sia della società, sia dei responsabili della revisione. Difficile non essere d'accordo a condizione che la Consob venga munita delle risorse necessarie. Una volta che lo sia, la cadenza triennale, benché conforme a quanto indicato nella direttiva per chi effettua la revisione contabile di enti di interesse pubblico (art. 41), sembra eccessivamente rilassata, considerato che le società iscritte nell'albo speciale sono solo venti.

Tutte le sanzioni per la non diligente esecuzione del lavoro di *audit* vengono rafforzate e il potere della Consob di raccomandare l'adozione dei principi di revisione ritenuti adeguati viene sostituito con il dovere della Consob di determinarli. Particolarmente importanti, infine, sono le modificazioni apportate in tema di revisione contabile dei gruppi di società; l'argomento – che, come evidenziato dal caso Parmalat, rappresenta il punto di maggior tensione e che è sempre stato il "lato oscuro" del nostro mondo finanziario – viene affrontato in due luoghi.

In linea generale il nuovo art. 165, comma 1, TUF prevede che "la società incaricata della revisione contabile della società capogruppo quotata è interamente responsabile per la revisione del bilancio consolidato del gruppo". La norma evoca il contenuto dell'art. 27, lett. a), della direttiva secondo cui gli Stati membri devono assicurare che "il revisore del gruppo sia pienamente responsabile per la relazione di revisione per quanto riguarda i conti consolidati". In entrambi i testi gli avverbi riferiti alla responsabilità ("interamente" e "pienamente")

sono inediti e sembrano voler alludere a una responsabilità oggettiva della società di revisione della capogruppo quotata per l'operato degli (eventualmente diversi) *auditors* delle altre società del gruppo. Tuttavia, la disposizione italiana prosegue prevedendo che “a questo fine, essa riceve i documenti di revisione dalle società incaricate della revisione contabile delle altre società appartenenti al gruppo; può chiedere alle suddette società di revisione o agli amministratori delle società appartenenti al gruppo ulteriori documenti e notizie utili alla revisione, nonché procedere direttamente ad accertamenti, ispezioni e controlli presso le medesime società. Ove ravvisi fatti censurabili, ne informa senza indugio la Consob e gli organi di controllo della società capogruppo e della società interessata”; lasciando quindi il dubbio che si tratti di un'ordinaria responsabilità per colpa.

Nulla è previsto in tema di rapporti tra società di revisione e organo interno di controllo. Peraltro la materia è oggetto della direttiva nel cui art. 39 si legge che l'*audit committee* (nozione nella quale possono rientrare tutti gli organi di controllo previsti nella legislazione italiana, ma – a certe condizioni – anche lo stesso consiglio d'amministrazione nel suo *plenum*) non solo dovrà raccomandare il revisore da proporre per la nomina assembleare, ma anche “(a) *monitor the financial reporting process*; (b) *monitor the effectiveness of the company's internal control, internal audit where applicable, and risk management systems*; (c) *monitor the statutory audit of the annual and consolidated accounts*; (d) *review and monitor the independence of the statutory auditor or audit firm and in particular the provision of additional services to the audited entity*”. Inoltre il revisore dovrà relazionare all'*audit committee* “*on key matters arising from the statutory audit, in particular on material weaknesses in internal control in relation to the*

financial reporting process” e verificare insieme periodicamente la sua indipendenza e i rischi che la possono pregiudicare (art. 40).

4. Conclusioni

Quanto esposto indica alcune prospettive comuni. Si può notare un passaggio da norme tendenzialmente *enabling* e dispositive accompagnate dal requisito della trasparenza a un sistema di regole imperative (*mandatory*): l'evoluzione è chiara negli USA, ma si può riscontrare anche in Italia ove la legge 262/2005 rappresenta una parziale sconfessione dell'approccio più liberale verso il quale il nostro ordinamento aveva iniziato a orientarsi con la riforma societaria del 2003. Anche quanto alle fonti sembra esservi un certo parallelismo: negli USA la riforma, con qualche dubbio di costituzionalità, va nel senso di ridurre i poteri normativi dei singoli Stati rafforzando invece quelli federali e, in via amministrativa, quelli della SEC e del neo istituito *Public Company Accounting Oversight Board*; in Italia le nuove disposizioni amplificano il ruolo della Consob demandandole l'emanazione di una serie di regolamenti e affidandole nuovi compiti di vigilanza e sanzionatori.

Differenze possono essere invece colte nella circostanza che negli USA sono state compiute scelte di campo precise e inequivocabili (si pensi al modello del *monitoring Board* e alle rigorosissime norme in tema di falsi contabili), mentre in Italia sembra sussistere ancora una certa confusione (si pensi alla composizione dei consigli di amministrazione), tra l'altro senza tenere sufficientemente conto della contemporanea evoluzione del diritto comunitario.

In definitiva, premesso che il sistema del governo societario non è altro che un meccanismo di *checks and balances* tra istanze di efficienza e necessità di controlli, è però dubbio che le

recenti riforme abbiano raggiunto un bilanciamento adeguato tra le due istanze.

Per quanto concerne gli amministratori (e a prescindere dalla carica di ambiguità della nozione di amministratori indipendenti per la quale si trovano una miriade di definizioni differenti), negli USA le previsioni in tema di amministratori indipendenti e di *audit committee* non paiono sufficienti fin quando la selezione dei candidati alla carica rimarrà nella discrezionalità degli amministratori uscenti, essendo chiaro che l'indipendenza di amministratori indicati dal *management* (e dal quale sostanzialmente dipende la ricandidatura) è relativa. In Italia, in presenza di assetti proprietari concentrati, la strada degli amministratori indipendenti sembra poco promettente. D'altra parte, l'alternativa di riservare la nomina di un amministratore alla minoranza pure presta il fianco a critiche in quanto si può dubitare che il consiglio rappresenti la sede idonea per una composizione di interessi diversi, salvo che non si istituzionalizzi radicalmente l'articolazione del consiglio in componente esecutiva e non esecutiva, dedicata esclusivamente alla vigilanza nel merito sulla gestione. In mancanza di una precisa opzione di politica legislativa in questo senso (che allo stato più che altro viene desunta dalla composizione dell'organo), più fruttuosa e coerente sembra l'apertura alle minoranze dell'organo interno specificamente dedicato al controllo (cioè, nel sistema tradizionale, del collegio sindacale), rendendo effettiva la presenza del sindaco di minoranza e attribuendogli la presidenza del collegio, oltre all'ampliamento dei poteri che possono essere esercitati individualmente.

Il problema della revisione contabile è, se possibile, ancor più complesso perché ogni ipotesi di rafforzamento della indipendenza e dell'affidabilità si scontra con due questioni assai spino-

se: quella della concorrenza e quella della responsabilità.

Secondo la ricerca svolta nel 2003 dall'*United States General Accounting Office*, in esecuzione dello specifico mandato ricevuto nel SOX, le *big four* (che fino al 1989 erano le *big eight*) presiedono il 78% del mercato delle *public companies* americane (il 99% in termini di fatturato). La distanza tra le *big four* e lo scaglione immediatamente successivo è enorme. Il distacco è progressivamente aumentato dal 1988 al 2002: la differenza di ricavi triplica, quella in termini di numero di partners e di dipendenti raddoppia, quelli dei clienti soggetti alle disposizioni SEC si incrementa del 50%. Le spoglie di Arthur Andersen sono andate per l'87% alle *big four*. La più piccola di queste (KPMG) rispetto alla più grande delle altre è otto volte maggiore per ricavi (dieci per quelli da *audit*) e cinque volte per numero di dipendenti.

In Italia la situazione non è sostanzialmente diversa, come si vede dai dati di un procedimento antitrust chiuso nel gennaio 2000 (caso Assirevi-Società di revisione). Le allora *big six* avevano l'86% del mercato della revisione obbligatoria (94% delle quotate) e il 73,6% di quella volontaria; per di più, come emerge dal provvedimento dell'Autorità, con alta propensione a comportamenti paralleli anticoncorrenziali (intese sui prezzi e sulla ripartizione della clientela). I dati desumibili dalle relazioni annuali della Consob, pur parziali, confermano questa situazione di concentrazione nel mercato.

Gli inconvenienti di una così elevata concentrazione sono abbastanza evidenti. In primo luogo, aumenta il pericolo di collusioni e, benché al riguardo non vi siano prove certe, è a rischio la stessa qualità del servizio; in secondo luogo, e la notazione è decisiva, la presenza attuale di soli quattro *global players* condiziona la stessa vigilanza giacché, a livello mondiale, l'esigenza di

non ridurre ulteriormente il numero delle *big* diventa un'inconfessata priorità degli organi di controllo.

Le ragioni di questo oligopolio sono sufficientemente chiare. Per un verso, esistono alte barriere all'entrata: la necessità di avvalersi di una rete internazionale, l'alta *expertise* richiesta, gli elevati rischi legali. Per altro verso, si può ricordare lo scarso interesse delle società revisionate a cercare un prodotto migliore. Molto meno chiare, purtroppo, sono le possibili terapie.

Quanto alla responsabilità civile per danni delle società di revisione, si sostiene che la mancanza di un limite rende eccessivamente onerosa, se non addirittura impossibile, l'assicurazione del relativo rischio e sottopone le società di revisione a pericoli eccessivi (si pensi alle numerose e assai elevate richieste risarcitorie azionate giudizialmente per molti dei casi oggetto di queste note) che, alla fine, potrebbe ritorcersi proprio a danno degli investitori danneggiati o perché non si troverebbero più operatori seri disposti a correre il rischio dell'*audit* o, addirittura, per via del fallimento delle società di revisione.

Si può essere d'accordo o no, ma non c'è da scandalizzarsi. In linea di principio non si vede perché ciò che è stato concesso ad albergatori e vettori non possa essere accordato anche alle società di revisione. La Commissione europea già nel 2001 ha predisposto una ricerca sul tema (*A study on systems of civil liability of statutory auditors in the context of a Single Market for auditing services in the European Union*) dalla quale si apprende che una limitazione legale di responsabilità esiste in soli tre Paesi: Austria, Germania e Grecia; in altri (Regno Unito e Finlandia) è prevista la possibilità discrezionale per il giudice di ridurre l'ammontare dei danni oggetto di condanna a carico del revisore. La Direttiva UE prevede che entro la fine del 2006 la Commissione predisponga un nuovo "report

on the impact of the current national liability rules for carrying out statutory audits on the European capital markets and on the insurance conditions for statutory auditors and audit firms, including an objective analysis of the limitations of financial liability". Scopo dell'indagine è di elaborare e sottoporre agli Stati membri una raccomandazione sull'argomento.

Deve, però, essere ricordato che, come risulta dal dibattito statunitense da cui la richiesta di stabilire una soglia quantitativa ha recentemente ripreso vigore, la determinazione di un *cap* rappresenta solo una parte del complessivo discorso sulla responsabilità della società di revisione.

In particolare, nella proposta di Coffee jr. la determinazione di un tetto quantitativo è funzionalmente connessa, per mitigarne gli effetti, a un altro suggerimento di riforma legislativa: l'introduzione di una *strict liability* a carico delle *audit firms*. *Strict liability* è espressione per noi ambigua. Nel caso in esame può alludere sia a responsabilità oggettiva sia all'inversione dell'onere della prova in ordine all'esistenza del requisito soggettivo di imputazione.

Lo standard della *strict liability* sarebbe adeguato, a parere del citato autore, perché garantirebbe una combinazione efficiente: i costi di accertamento della responsabilità del revisore verrebbero assai ridotti; d'altro canto, il revisore, diventando funzionalmente l'equivalente di un assicuratore, avrebbe il massimo degli incentivi per compiere ogni sforzo idoneo a evitare il verificarsi del sinistro per cui risponde. In tale ottica la limitazione della responsabilità, parametrata al più alto compenso globale annuo percepito negli ultimi esercizi, viene presentato come un opportuno bilanciamento atto a evitare un'eccessiva proliferazione del rischio. Controerso è se la determinazione di un *cap* alla responsabilità abbia o no effetti procompetitivi. Per un verso potrebbe dirsi che la riduzione del rischio legale



diminuisce una barriera all'entrata; per altro verso che, in realtà, sono proprio le *big four* quelle che maggiormente si avvantaggerebbero del limite di responsabilità. Porre sul tavolo il tema della limitazione della responsabilità, quindi, significa mettere in discussione anche lo standard in base al quale valutare, sostanzialmente e processualmente, il comportamento del revisore. E una volta che ci si avvii su questa strada non è detto che il parametro del compenso sia quello più corretto. Frank Partnoy, che condivide con Coffee jr. l'impostazione di *strict liability*, ad esempio, reputa che tale limite abbia

il difetto dell'assenza di ogni correlazione con il danno effettivo e propone in alternativa di fissare il tetto proprio in proporzione percentuale all'ammontare del danno. Ancor più interessante – o se si vuole strabiliante – è che, secondo quest'ultimo autore, il sistema più efficiente, anche per i suoi potenziali effetti proconcorrenziali, sarebbe quello che, fermo restando un livello minimo assicurato dalla legge, concedesse a società emittente e società di revisione la libertà di stabilire contrattualmente la percentuale di danno di cui eventualmente il revisore risponderà nei confronti dei terzi.

3. LA VIGILANZA SULLA REVISIONE CONTABILE

Un'informativa contabile accurata e affidabile, sottoposta a revisione e certificazione da un soggetto terzo dotato di professionalità e indipendenza è un elemento centrale del funzionamento dei mercati di strumenti finanziari accessibili al pubblico degli investitori; una corretta informativa guida una corretta allocazione delle risorse, un'informativa scorretta la distorce. I revisori esterni hanno il compito di esaminare la correttezza e la qualità dell'informativa contabile delle società quotate e il processo interno delle società che la producono.

Il presente capitolo ha l'obiettivo di passare in rassegna le principali novità che in materia sono seguite agli scandali, avvenuti sia negli Stati Uniti sia in Europa, connessi in vario grado a frodi contabili e a infedele rappresentazione della realtà societaria. Dapprima si esaminerà il caso statunitense, poi le recenti novità in campo UE. Le novità introdotte in Italia dalla legge sul risparmio, relative al settore della revisione e ai poteri della Consob su di esso, sono già state analizzate nel capitolo 2.

1. Gli Stati Uniti: il ruolo del PCAOB

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, il contesto nel quale si sviluppa il *Sarbanes-Oxley Act* del luglio 2002 (SOX) è quello dell'inizio degli anni duemila. Il collasso della bolla speculativa collegata con il boom delle società tecnologiche si era accompagnato con la scoperta che spesso le persone, che avevano gestito alcune delle società di apparente maggior successo, erano prive di scrupoli morali e avevano sistematicamente

esagerato le prospettive favorevoli delle società da essi gestite, nascondendo i problemi. Ciò era stato reso possibile da pratiche contabili e sistemi di *corporate governance* che si erano rivelati completamente inefficaci. Quando non aggirate o direttamente violate, le regole contabili e di *corporate governance* erano state viste (e gestite) come adempimenti formali da “rispettare” con i minori “costi” possibili e non come strumenti per garantire la corretta informativa al pubblico degli investitori sulle caratteristiche dei loro investimenti e per garantire una corretta azione di vigilanza sull'operato dei decisori aziendali da parte delle autorità pubbliche.

Dopo l'esplosione della bolla tecnologica nella primavera del 2000 e la crisi dei mercati successiva agli eventi terroristici del settembre 2001, nel periodo fine 2001-inizi 2002 si ebbe lo scoppio dello scandalo Enron. Emerse che esso era dovuto, oltre che a un piccolo numero di soggetti che avevano tenuto una condotta criminale, alle condizioni di contesto, rese possibili e in qualche caso favorite dalle società di servizi professionali (in particolare le società di revisione), che avevano consentito alla società di produrre sistematicamente un quadro informativo che rappresentava situazioni inesistenti. Il maggior soggetto responsabile di tale circostanza era la società di revisione Arthur Andersen, che durante la crisi fu anche responsabile della distruzione e alterazione di documenti e di altri atti di ostacolo alla giustizia. Lo scandalo fu tale che, anche a seguito della perdita di clienti, Arthur Andersen fu costretta in pochi mesi alla chiusura. Allo scandalo Enron seguirono i collassi “contabili” (nel senso dell'emersione del fatto che le vere condizioni della società erano molto diverse, in peggio, rispetto a quanto rappresentato nell'informativa contabile ufficiale) di Global Crossing, Adelphia Communications, Tyco International, AOL Time Warner, Xeros

Corp, Qwest Communication International, ecc. Denominatore comune di tutti gli scandali era l'infedele rappresentazione delle condizioni delle società, che non era stata ostacolata a sufficienza dalle norme e dalle prassi di redazione, revisione e certificazione dell'informativa contabile. Il punto di non ritorno si ebbe con la crisi WorldCom del giugno 2002, quando emerse che il top management aveva per anni sistematicamente alterato la contabilità per diversi miliardi di dollari.

Le società maggiormente coinvolte negli scandali (Enron, WorldCom, Global Crossing, Qwest) condividevano diverse caratteristiche: erano state ammesse alle quotazioni da relativamente poco tempo (da metà a fine anni '90); dimostravano un'incredibile serie di irregolarità contabili e una governance assolutamente debole; avevano come società di revisione Arthur Andersen. Benché tale ricostruzione sia chiaramente parziale¹, la reazione dell'opinione pubblica fu tale che il risultato politico fu la rapida (affrettata) produzione del *Sarbanes-Oxley Act*, quale prodotto "automatico" delle audizioni parlamentari seguite allo scandalo Enron ("*a fiction trading nothing with itself to bank false revenues*"²).

La varietà e l'estensione degli artifici e delle vere e proprie frodi contabili messi in atto da Enron va oltre gli obiettivi del presente lavoro. Per i fini che qui rilevano, la chiave dello scandalo Enron risiede nella mancata trasparenza e corretto

trattamento contabile di transazioni con parti correlate e di poste fuori bilancio di dubbio contenuto. Altri scandali hanno portato alla luce ulteriori problemi che erano latenti da tempo nello stato dell'informativa contabile. Global Crossing, società di telecomunicazioni con un progetto industriale molto debole³, era stata fondata nel 1997 e quotata nel 1998; si impegnò da subito in un vasto piano di acquisizioni che rese possibile, fra l'altro, la pubblicazione di ripetuti bilanci "pro forma" e quindi mai basati su situazioni reali ma sempre su assunzioni, ipotesi di sviluppo, differimenti (mediante capitalizzazione) di costi non sempre realistici. Tuttavia i bilanci erano certificati (ancora da Arthur Andersen).

Il presidente della SEC Levitt aveva segnalato, già dal settembre del 1998, una serie di importanti e pervasivi abusi in tema di informativa societaria⁴ e aveva proposto una serie di rimedi, fra i quali il cambiamento delle regole contabili, invitando il *Financial Accounting Standard Board* (FASB) a collaborare allo sviluppo di nuove regole. Il tentativo di Levitt, pur se conseguì qualche successo, dimostrò che la resistenza della professione contabile al cambiamento era elevata e che la SEC non aveva poteri sufficienti per incidere significativamente. Il *Sarbanes-Oxley Act*, oltre ad avere introdotto nel sistema della legislazione dei mercati finanziari numerose novità in termini di responsabilità delle società emittenti, ha rivisitato profondamente il tema della trasparenza nell'informativa contabile e degli strumenti per contrastare le frodi societarie e contabili. Il più importante provvedimento in tale direzione è stato l'istituzione del "*Public Company Accounting Oversight Board* - PCAOB" con il compito di

¹ Infatti è possibile attribuire gli scandali ad altre ragioni: Enron era un classico schema piramidale; le cause economiche del collasso delle altre società – in particolare la bolla speculativa tecnologica – avrebbero agito ugualmente anche in assenza di irregolarità contabili e molte di tali cattive rappresentazioni – quali l'eccessiva attenzione al numero di clienti e l'insufficiente attenzione ai flussi di cassa generati dalle società – erano note e accettate.

² Cunningham, L. (2002), *The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And It Might Just Work)*, working paper.

³ Il progetto era l'installazione di cavi per telecomunicazioni sul fondo degli oceani Atlantico e Pacifico.

⁴ Levitt, A., "The Numbers Game", Remarks at the New York University Center for Law and Business (28 settembre 1998).

vigilanza sull'attività delle società di revisione su società aventi titoli diffusi tra il pubblico, facendone, in sostanza, il revisore delle società di revisione (*auditors' auditor*). L'istituzione del PCAOB costituisce un cambiamento radicale al precedente sistema di autoregolamentazione delle professioni contabili e di revisione. La creazione del PCAOB, come tutta la legislazione SOX, è avvenuta in reazione immediata ai crack Enron e WorldCom. Obiettivo dei provvedimenti era quello di ricostituire la fiducia del pubblico nei mercati finanziari assicurando l'integrità delle società di revisione.

Dal punto di vista giuridico, il PCAOB è creato da una legge e ha natura di organo quasi-governativo. Il finanziamento dell'attività del PCAOB è effettuato raccogliendo contributi da parte delle società quotate e da parte delle società di revisione. Il PCAOB è composto da cinque membri che vi lavorano a tempo pieno e che restano in carica per cinque anni, rinnovabili una sola volta; due membri devono essere (o essere stati) *Certified Public Accountants* (CPA). Il presidente inoltre non può avere esercitato attività di revisione per un anno prima della sua nomina. Il PCAOB e i suoi funzionari sono protetti dalla litigiosità altrui mediante privilegi e immunità tipicamente riconosciuti alle agenzie di regolamentazione (in particolare i funzionari sono esenti da responsabilità civili derivanti dalla loro attività di investigazione). Le norme circa composizione, finanziamento e limitazione alla responsabilità del PCAOB hanno la funzione di rafforzarne l'indipendenza nei confronti della professione contabile che è chiamato a vigilare. Nonostante il fatto che il PCAOB sia di origine governativa, abbia privilegi e poteri di natura governativa e i suoi membri siano nominati da soggetti aventi natura governativa, la legge ha definito chiaramente ed esplicitamente il PCAOB come soggetto privato non avente scopo di lucro.

Il PCAOB è soggetto alla vigilanza da parte della SEC; l'attività regolamentare del PCAOB è soggetta ad approvazione e revisione da parte della SEC. La SEC ha diverse altre responsabilità e poteri nei confronti del PCAOB: ne nomina il presidente e i quattro altri membri (che possono essere rimossi dalla SEC per giusta causa); ne approva il budget annuale e le regole prima che vengano adottate. Le sanzioni disciplinari imposte dal PCAOB sono soggette a controllo da parte della SEC.

Le società di revisione, per prestare i loro servizi a società quotate, devono essere registrate presso il PCAOB. Secondo il SOX è attività illegale la preparazione di una relazione di certificazione per una società con titoli diffusi tra il pubblico da parte di un soggetto che non faccia parte di una società di revisione registrata presso il PCAOB.

La sezione 104 del SOX richiede che il PCAOB realizzi un continuo programma di ispezioni delle società di revisione. In tali ispezioni, il PCAOB valuta la conformità del comportamento delle società di revisione con il SOX, con la regolamentazione del PCAOB e della SEC, nonché con gli standard professionali. Il SOX richiede che il PCAOB conduca tali ispezioni su base annuale per le società di revisione che producono *audit reports* per più di 100 emittenti e almeno su base triennale per le imprese che producono *audit reports* per un numero di emittenti inferiore. In base al SOX, il PCAOB deve produrre un rapporto scritto per ogni ispezione effettuata; tale rapporto è comunicato alla SEC e parti dei rapporti sono rese pubbliche, nel rispetto degli obblighi di riservatezza su talune informazioni. Oggetto delle ispezioni sono: gli incarichi di revisione effettuati dai vari soggetti operanti presso la società di revisione; l'adeguatezza del sistema di controllo di qualità della società di revisione e delle modalità di tenuta della docu-

mentazione e tutti gli altri controlli ritenuti appropriati. Il rapporto provvisorio deve essere condiviso dal PCAOB con la società di revisione e questa può commentarlo. Il rapporto finale del PCAOB deve essere trasmesso, insieme con la lettera di commenti della società di revisione, alla SEC.

Il PCAOB ha il potere di irrogare sanzioni⁵. Le sanzioni imposte dal PCAOB sono oggetto di revisione da parte della SEC. Il PCAOB⁶ dispone anche di poteri investigativi e disciplinari: può investigare ogni atto od omissione da parte di una società registrata o di una persona a essa associata che possa aver violato qualsiasi disposizione SOX oppure regolamentare. In tale veste il PCAOB può richiedere la testimonianza o la produzione di documenti (inclusi i documenti di revisione) da parte di qualsiasi società di revisione registrata o di un suo associato e può assumere azioni disciplinari in caso di difetto di collaborazione con l'indagine. Il PCAOB può richiedere la testimonianza o la produzione di documenti da parte di qualsiasi altra persona (inclusi i clienti della società di revisione). In caso di difetto di produzione di tali informazioni, PCAOB può chiedere alla SEC l'emissione di un mandato di comparizione (*sub-poena*). Il PCAOB è il soggetto incaricato di fissare gli standard per la revisione e certificazione contabile. Prima dell'istituzione del PCAOB, le professioni contabili operavano in un sistema di

auto-regolamentazione, in base al quale fissavano i propri standard di comportamento e regolamentavano le loro prassi. Il sistema aveva dimostrato di essere largamente inefficiente ed era stato più volte oggetto di critica. Benché la SEC fosse titolata a regolare i metodi impiegati nella preparazione e nella certificazione dell'informativa contabile, essa aveva delegato la maggior parte della propria autorità di fissazione di standard al settore privato, in particolare all'*American Institute of Accountants* (AIA), poi divenuto *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA), che si occupava della formulazione dei principi contabili generalmente accettati (GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*). L'AICPA, a sua volta, sin dal 1972, aveva istituito il *Financial Accounting Standards Board* (FASB), avente il compito di determinare gli standard contabili. Lo sviluppo degli standard di revisione rimase in capo all'AICPA, che controllava l'ASB (Auditing Standards Board, organismo simile al FASB), che aveva uno scarso potere di disciplina, dal momento che i componenti dell'ASB erano volontari e spesso partners delle società di revisione stesse. Vi era quindi un chiaro conflitto di interessi nella fissazione degli standard.

Il PCAOB ha sostituito l'AICPA nel ruolo di fissazione di standard per la revisione. Nello specifico, è previsto che il PCAOB promulghi regolamenti che stabiliscono standard per la revisione e la certificazione e standard etici che devono essere impiegati per la preparazione e l'emissione di relazioni di certificazione. Le procedure che il PCAOB deve seguire per la redazione di regole sono disegnate in modo tale che vi sia un controllo prima che diventino definitive: le regole sono prima esposte sul sito *web* del PCAOB, che assegna un lasso di tempo disponibile per commenti pubblici. Le regole, che tengono conto dei commenti ricevuti, sono

⁵ Le sanzioni sono, in ordine di gravità crescente: censura; obbligo di informazione addizionale; sospensioni temporanee; limitazione temporanea o permanente a svolgere date attività; cancellazioni, sanzioni pecuniarie di rilevante ammontare – fino a 100.000 USD per violazione per le persone fisiche e fino a 2 milioni USD per le società. Il ricavato delle sanzioni è destinato a finanziare programmi di merito per studenti nel campo contabile.

⁶ Nagy, D.M., *Playing Pekaboo with Constitutional Law: The PCAOB and its Public/Private Status*, working paper.

poi approvate dalla SEC. Particolarmente penetrante è il potere del PCAOB di rendere, mediante regolamentazione, non permessa un'attività da parte delle società di revisione⁷, nonché di concedere esenzioni per le attività definite non permesse dalla regolamentazione (se tale esenzione è necessaria o appropriata nell'interesse del pubblico e coerente con la protezione degli investitori). Le esenzioni sono sottoposte a revisione da parte della SEC.

Il PCAOB redige un rapporto annuale che sottopone alla SEC, che a sua volta lo trasmette alla Commissione bancaria del Senato e al Comitato dei Servizi Finanziari della Camera.

2. La Direttiva 2006/43/EC

Il 25 aprile 2006 il Consiglio UE ha adottato nuove regole per la revisione e certificazione dell'informativa contabile (Direttiva 2006/43/EC "on Statutory Audit of Annual Accounts and Consolidated Accounts and amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC) con il fine di migliorare l'affidabilità dell'informativa contabile e stabilire standard minimi per la certificazione dei bilanci annuali e con il fine ultimo di rafforzare la fiducia nei mercati dei capitali. Gli stati membri hanno tempo diciotto mesi per tradurre la direttiva in norme nazionali conformi.

Anche nella UE fattore scatenante, che si è innestato su un substrato di esigenze di riforma già maturo, è stata l'emersione di scandali societari quali Parmalat e Ahold.

La direttiva chiarisce gli obblighi delle società di revisione, ne precisa doveri di indipendenza e etici, introduce un requisito di certificazione di

qualità esterna e assicura un controllo pubblico sulla *audit profession*.

I principali aspetti della direttiva sono i seguenti. La direttiva richiede che le società di revisione, che eseguono *statutory audit* di società che fanno appello al pubblico risparmio, redigano un rapporto pubblico dettagliato che descriva la società di revisione e la rete di relazioni alla quale appartiene. Il rapporto deve includere l'ultima revisione di certificazione di qualità, trattare le politiche sulla formazione permanente dei dipendenti, e evidenziare la ripartizione delle commissioni incassate per aree di attività.

Le imprese devono dotarsi di un *audit committee* indipendente al fine di prevenire indebite influenze da parte del management del soggetto sottoposto a revisione.

Gli stati membri devono assicurare che ogni società di revisione sia identificata in un registro elettronico pubblico e che le informazioni del registro siano mantenute aggiornate. Nel registro devono essere riportate informazioni sul numero dei revisori impiegati o associati e su struttura proprietaria e management dell'*audit firm*, nonché sulla partecipazione a una rete di relazioni.

La direttiva richiede che le società di revisione siano soggette a un sistema di controllo e certificazione della qualità e organizzate in modo che rimangano indipendenti e che siano soggette a supervisione pubblica. Le relazioni di revisione e certificazione devono essere condotte in conformità agli standard internazionali.

Gli stati membri devono organizzare sistemi efficaci di ispezioni e sanzioni (civili, amministrative o penali); le sanzioni devono essere portate a conoscenza del pubblico.

Le procedure per la selezione e la dismissione delle società di revisione nonché per le relative comunicazioni tendono a fare sì che le società di revisione siano indipendenti da coloro che preparano l'informativa contabile presso la società

⁷ Secondo il SOX (sec. 201) le società che svolgono servizi di revisione e certificazione contabile per emittenti con titoli diffusi tra il pubblico non possono svolgere una serie di servizi (si veda il capitolo 2).

oggetto di revisione. L'incarico alla società di revisione può essere revocato solo se vi è un motivo rilevante in base al quale l'*auditor* non può completare la revisione. La ragione per la revoca deve essere comunicata all'autorità di vigilanza competente.

Gli stati membri devono designare autorità competenti per l'approvazione, registrazione, certificazione di qualità, ispezione e disciplina delle società di revisione; le autorità dei diversi paesi devono cooperare tra loro ed essere organizzate in modo tale da prevenire i conflitti di interessi, nonché essere tenute al segreto professionale.

La direttiva richiede che le società oggetto di revisione e certificazione di bilancio comunichino le commissioni totali pagate alle società di revisione, ripartite tra compensi per *audit services*, per altri servizi di verifica e certificazione, per servizi fiscali e altri servizi non di revisione e certificazione.

E' previsto un principio di rotazione degli incarichi in base al quale gli stati membri potranno scegliere se richiedere che il partner principale che svolge l'*audit* presso una società sia avvicendato

ogni cinque anni (*internal rotation*) oppure che la società di revisione stessa sia avvicendata ogni sette anni (*external rotation*).

La direttiva non proibisce che una società di revisione fornisca servizi aggiuntivi alla società sottoposta a revisione, ma rafforza le salvaguardie in situazione di conflitti di interessi: gli *auditors* non possono offrire alcun servizio aggiuntivo che potrebbe compromettere la loro indipendenza e che li renda coinvolti in qualsiasi modo con le decisioni del management. A differenza che nel caso USA, non vi è una lista di servizi *non-audit* che gli *auditors* non possono effettuare. L'approccio è quello di stabilire un principio (conflitto di interessi) affiancato da un elenco di casi di conflitto. L'*audit firm* deve in ogni caso rendere noto l'ammontare dei compensi per servizi *audit* e *non-audit* nei confronti di un dato soggetto.

La supervisione pubblica sull'*audit profession* è rafforzata, dal momento che la soluzione dell'auto-regolamentazione è percepita come troppo lassista e prona a conflitti di interessi. A questo proposito la direttiva richiede agli stati membri di organizzare un sistema pubblico di vigilanza.

ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

Il primo paragrafo si occupa dell'evoluzione del quadro macroeconomico internazionale. Vengono analizzate la crescita e l'inflazione in Stati Uniti, zona-Euro e Giappone, per poi passare ad alcune brevi considerazioni sugli altri paesi. Ne emerge che le prospettive di crescita rimangono favorevoli, pur in presenza di qualche spinta inflazionistica.

Il secondo paragrafo parte dall'analisi dei tassi d'interesse nella zona-Euro e delle aspettative del mercato per poi occuparsi del mercato azionario, del cambio e dell'evoluzione degli aggregati e, infine, delle previsioni per i prossimi mesi. Esso contiene anche un raffronto fra i rendimenti europei ed americani. Le previsioni sono di un aumento generalizzato di tutti i rendimenti, con un Repo a fine anno di 3,25 punti (se non di 3,50). La liquidità continuerà ad essere relativamente abbondante e la crescita degli aggregati rimarrà elevata, pur con qualche contenimento per le forme più liquide.

1. Il quadro macroeconomico

La congiuntura internazionale. L'economia mondiale continua a svilupparsi a un ritmo sostenuto e tutte le analisi indicano un rafforzamento della crescita, cui dovrebbe seguire una leggera flessione nel 2007 (TAB. 1). Il tasso medio d'inflazione, che nella zona OCSE si era ridotto nel primo trimestre dell'anno grazie alla decelerazione dei prezzi del petrolio, è lievemente risalito dopo i rincari di aprile. In ogni caso il livello dell'inflazione è a valori non preoccupanti grazie anche agli interventi delle banche centrali.

Stati Uniti. Prosegue la fase di espansione dell'economia statunitense, i cui ritmi di crescita appaiono tuttavia in moderato raffreddamento mentre nel contempo si registra qualche incremento delle pressioni inflazionistiche.

**TAB. 1: Crescita e inflazione
nelle principali economie**

		Zona Euro	Usa	Giap.	Cina
PIL	2006	2,2	3,3	3,0	9,3
	2007	2,0	2,8	2,5	8,8
Inflazione	2006	2,2	3,4	0,6	2,4
	2007	2,2	2,2	0,7	3,2

Fonte: Valori medi, previsioni di Bank of America, BNP Paribas, Caboto-B. Intesa, Goldman Sachs, JP Morgan e Merrill Lynch (giugno 2006).

A questo riguardo, in maggio i prezzi al consumo hanno mostrato un aumento in termini *all items* dello 4,2% annuo (dal +3,5% di aprile), mentre il *core rate* è ora al 2,4% annuo.

La dinamica del CPI riflette sia le tensioni che caratterizzano da diversi trimestri i corsi del greggio e delle materie prime, sia i rialzi rilevati negli indicatori "a monte". I prezzi import in maggio sono, infatti, aumentati (dal 5,8 all'8,3% annuo), e l'aumento riguarda anche gli indici al netto della componente petrolifera. Segnali nella medesima direzione emergono a maggio anche dai prezzi alla produzione (dal 4 al 4,5%).

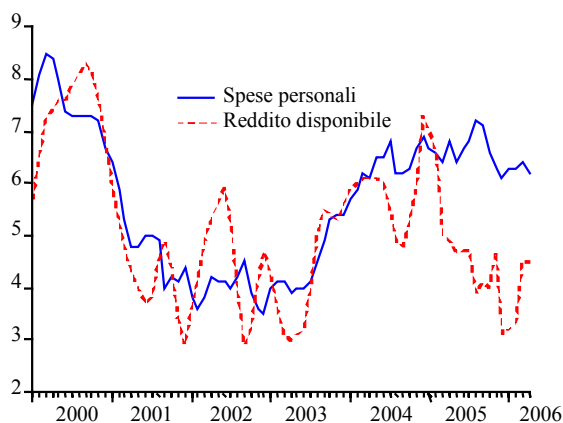
Per quanto riguarda la crescita dell'economia americana, nel primo trimestre dell'anno il PIL è salito del 5,3% su base trimestrale annualizzata, contro l'1,7% del periodo precedente. Il maggior contributo alla domanda è arrivato dal consumo (+3,6%), mentre è stato negativo – in linea con il tradizionale deficit commerciale – il contributo del canale estero.

Questa espansione particolarmente forte dell'economia americana dovrebbe comunque risultare più contenuta nei prossimi trimestri, come emerge anche dall'andamento dei principali indicatori. Ad aprile gli ordini industriali hanno registrato un calo dell'1,8%, soprattutto a causa della com-

ponente beni durevoli, e anche l'output industriale risulta in leggera flessione. Altri segnali nella medesima direzione sono giunti dal mercato del lavoro e dall'ISM manifatturiero (sceso in maggio da 63,0 a 60,1), la cui evoluzione potrebbe preludere ad un raffreddamento della produzione.

Dubbi in merito alla sostenibilità dei correnti ritmi di espansione emergono anche dalla dinamica dei redditi e delle spese personali. Queste ultime continuano, infatti, a registrare tassi di crescita costantemente superiore al reddito (FIG. 1), fattore questo che deteriora il livello del saggio di risparmio (-1,6% in aprile) ed accresce la fragilità del ciclo. Ulteriori elementi di contenimento per la crescita dell'economia USA derivano dalla fine della politica monetaria espansiva (l'attuale livello del tasso ufficiale è di 4 punti superiore al minimo raggiunto in precedenza) e dalla frenata del mercato immobiliare in atto da alcuni mesi. Tali fattori potrebbero, infatti, riflettersi negativamente sulla disponibilità di risorse finanziarie delle famiglie e, conseguentemente, sui consumi.

FIG. 1: Reddito disponibile e spese personali in USA
(crescita annua)



Fonte: US B.E.A., Datastream e nostre elaborazioni.

Notizie non negative giungono invece dal fronte degli squilibri del bilancio federale e della bilancia commerciale, che cominciavano a destare seria preoccupazione sia all'interno che all'estero. A maggio il *Fed budget* – pur mostrando un disavanzo di 42,8 miliardi – ha confermato in termini cumulati il *trend* di lento e progressivo miglioramento. Indicazioni moderatamente favorevoli sono emerse anche dalla bilancia commerciale, il cui *deficit* in aprile è stato inferiore alle stime di consenso e ai massimi storici registrati nello scorso ottobre.

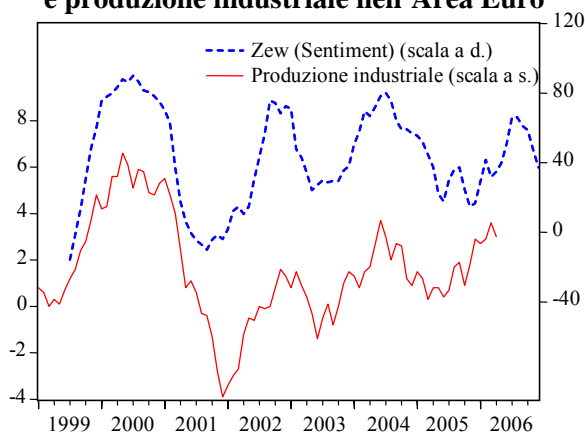
In conclusione, viene ribadita la prospettiva favorevole sull'economia statunitense anche se i ritmi d'espansione sembrano destinati a ridimensionarsi. Sul fronte dei tassi di riferimento, le prossime mosse della Federal Reserve saranno fortemente influenzate dalla diffusione dei singoli indicatori macro.

La zona Euro. La Banca Centrale Europea ha confermato la visione positiva per la crescita di breve periodo, mentre permangono rischi per il lungo termine. L'attuale panorama appare infatti favorevole, e il primo semestre dell'anno dovrebbe registrare ritmi di crescita prossimi al potenziale di lungo periodo. Nei primi tre mesi dell'anno il PIL è salito dell'1,9% tendenziale annuo (contro l'1,7% del periodo precedente). Questo è avvenuto grazie soprattutto alla dinamica della spesa per consumi e delle esportazioni nette. Bene anche il grado di fiducia dell'economia, che nel medesimo periodo è progredito da 105,7 a 106,7 punti.

Maggiore cautela attiene invece l'evoluzione dello scenario nella seconda metà dell'anno. La ripresa non è ancora solida e, in tal senso, dal mese di aprile la componente aspettative dell'IFO (Indice di Fiducia) è risultata inferiore a quella relativa alle condizioni correnti. Medesime indicazioni emergono dall'evoluzione dell'indice ZEW

sul *sentiment* dell'economia che, in giugno, è diminuito da 50,0 a 37,8 per quanto attiene l'economia tedesca e da 47,7 a 37,3 per l'intera zona dell'UME (FIG. 2).

FIG. 2: Sentiment dell'economia e produzione industriale nell'Area Euro



Fonte: Eurostat, Datastream, e nostre elaborazioni.
Nota: ZEW è traslato in avanti di sei mesi.

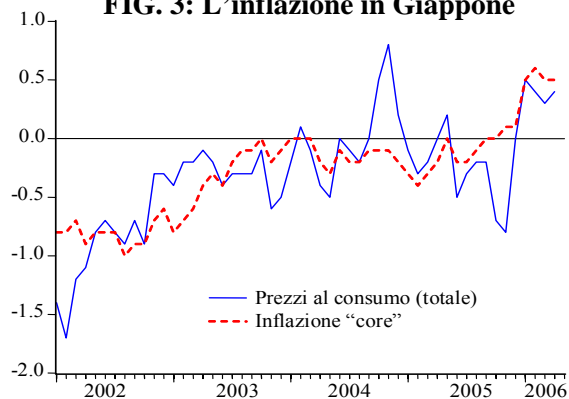
Il tasso d'inflazione è invece superiore all'obiettivo di medio periodo della BCE: a maggio l'indice armonizzato dei prezzi al consumo cresceva del 2,5% annuo a fronte di una riduzione dell'indice *core* (dall'1,5% di aprile all'1,3% di maggio) da considerarsi, però, del tutto temporanea.

Tale crescita dei prezzi al consumo risulta determinata soprattutto dall'andamento della componente energetica che, seppur lentamente, sembra anche trasferirsi sull'indice *core*. Nel breve termine l'inflazione dovrebbe pertanto permanere al di sopra della soglia del 2%, mentre le future evoluzioni saranno determinate in prevalenza dalla dinamica del cambio e dei corsi del greggio. Un vantaggio per la stabilità dei prezzi deriva invece dal recente apprezzamento dell'euro sul dollaro: si calcola infatti che a un apprezzamento stabile del 10% dell'euro corrisponda un calo dello 0,4% annuo del CPI. Un aumento del prezzo del greggio denominato in euro del 10% si traduce invece in un incremento dell'inflazione di circa lo 0,1-0,15% ed in una riduzione del PIL dello 0,2%.

Giappone. Il panorama macroeconomico giapponese permane favorevole; il problema della deflazione è in via di lento superamento pur se i ritmi di espansione dell'economia hanno di recente mostrato una leggera flessione. Nel primo trimestre dell'anno il PIL è infatti cresciuto del 3,5% contro il 4,0% del trimestre precedente. Questa flessione del tasso di crescita riflette quanto evidenziato negli ultimi mesi sul fronte dei consumi privati e della bilancia commerciale. È presente infatti una certa debolezza nelle vendite al dettaglio e, nell'ultimo anno, si è registrata una flessione dell'avanzo commerciale, soprattutto a causa dell'incremento dei corsi delle materie prime.

Relativamente ai prezzi al consumo, si rileva che la fase di crescita negativa dei prezzi è in via di lento superamento. I prezzi al consumo crescevano infatti ad aprile di uno 0,4% tendenziale (FIG. 3).

FIG. 3: L'inflazione in Giappone



Fonte: JP MIACSB, Datastream e nostre elaborazioni.

Questo superamento della deflazione ha recentemente spinto la Banca del Giappone ad abbandonare la politica monetaria ultraespansiva adottata nell'ultimo quinquennio. Al riguardo, il *board* della BoJ ha deciso, da un lato, di mantenere i tassi di riferimento intorno a zero, dall'altro, di non fissare più un target di liquidità da iniettare nel sistema.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, si ribadiscono le attese positive circa le prospettive dell'economia nipponica, i cui tassi di espansione – dopo il deciso progresso registrato negli ultimi trimestri del 2005 – potrebbero comunque subire qualche flessione.

Le altre economie. Il panorama economico è sostanzialmente favorevole anche nella maggioranza degli altri paesi.

In Europa la crescita economica rimane forte sia nei paesi dell'Unione non aderenti all'UME sia negli altri. In particolare, in Russia, la crescita della produzione industriale era ad aprile del 4,8% tendenziale, con un'inflazione del 9,8%, mentre la Banca Centrale Russa è intervenuta nel mercato del cambio per contrastare l'apprezzamento del rublo.

In Asia quasi tutte le economie continuano a crescere a un ritmo sostenuto. In Cina è ancora aumentato il surplus commerciale, mentre l'andamento dell'inflazione è ritenuto soddisfacente.

In America Latina l'attività economica continua a rafforzarsi. Nel primo trimestre di quest'anno il PIL del Messico è cresciuto del 5,5% tendenziale. La produzione industriale è aumentata del 9,7% in Messico, del 5,2% in Brasile e del 7,7% in Argentina. A differenza del Brasile, dove l'inflazione è scesa al 4,2% ad aprile, in Argentina, le pressioni sui prezzi sono aumentate e l'inflazione è salita all'11,6%.

I prezzi delle materie prime. Negli ultimi mesi i prezzi del petrolio e delle altre materie prime sono ancora aumentati e le previsioni indicano che essi rimarranno elevati anche nel 2007. Per quanto riguarda il petrolio, però, alcune recentissime previsioni di *consensus* (raccolte da Intertanko) segnalano una piccola riduzione di 2-6 \$/bar tra il 2006 e il 2007. Il prezzo delle materie prime non energetiche, invece, dovrebbe

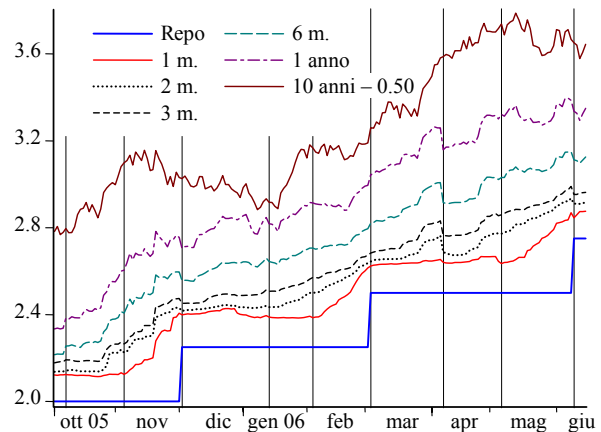
continuare a crescere anche se a un ritmo molto inferiore a quello di quest'anno (per la BCE del 5,4% contro il 27,5% del 2006).

2. Tassi e aggregati monetari in Europa

A giugno la BCE ha aumentato di altri 25 punti base il suo tasso ufficiale e altri aumenti sono previsti per i prossimi mesi. Nel contempo anche tutti i tassi di mercato e i tassi bancari sono risultati in ascesa mentre è rimasta elevata la crescita degli aggregati.

I rendimenti di mercato nella zona-Euro. Negli ultimi mesi i tassi d'interesse di mercato della zona-Euro sono risultati in aumento per tutte le scadenze (FIG. 4). Questa tendenza è tuttora in atto anche se per le scadenze più lontane vi è stata di recente una leggera controtendenza.

FIG. 4: Il Repo e i tassi di mercato nella zona-Euro



Fonte: BCE, Finland Bank e Reuters; periodo: 3 ottobre 2005 – 15 giugno 2006. Tassi: fino a 1 anno Euribor, 10 anni Eurirs. Le linee verticali corrispondono ai giorni successivi alle riunioni del Consiglio Direttivo. Nota: per questioni di visibilità, l'Eurirs è stato abbassato di 50 punti base.

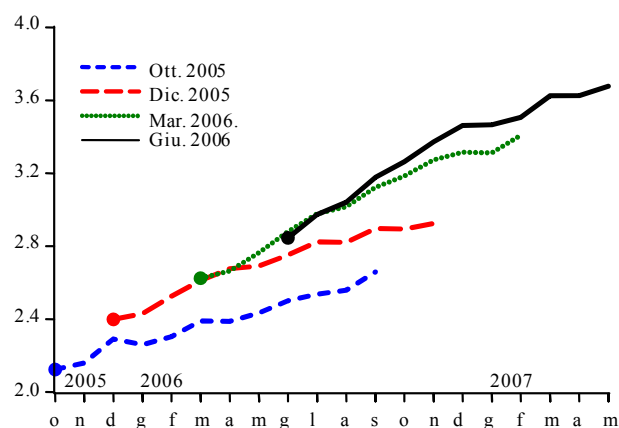
A partire dal dicembre 2005 la BCE ha aumentato per tre volte il suo tasso ufficiale. La decisione più recente (+25 punti base) è avvenuta l'8 giugno scorso e ora il Repo è al 2,75% contro il 2% in essere fino al novembre dello scorso anno. I tassi di mercato hanno anticipato questi interventi e, in particolare, l'andamento dell'Euribor a un mese dimostra che il mercato ha sempre anticipato correttamente anche la loro entità. Nei giorni precedenti le riunioni, infatti, il valore dell'Euribor a 1 mese, che in equilibrio è di circa 11 punti base superiori al Repo, si è sempre progressivamente adeguato al futuro livello del tasso ufficiale. Dal grafico si nota anche che, dopo la conferenza stampa di aprile, in cui il Presidente aveva dichiarato che il tasso ufficiale a maggio non sarebbe stato aumentato, i tassi a scadenza da due mesi a un anno hanno subito un'improvvisa flessione, riassorbita poi negli ultimi giorni del mese dopo il discorso del vicepresidente Papademos al Comitato sugli Affari Economici e Monetari. Anche a giugno, comunque, il mercato ha correttamente previsto che la maggioranza dei membri del Consiglio Direttivo avrebbe optato per un incremento di 25 punti base del Repo, nonostante diversi esperti prevedessero invece un aumento di mezzo punto.

Le aspettative del mercato. Parallelamente a questo innalzamento dei tassi, anche le aspettative del mercato sui futuri rendimenti hanno subito un incremento progressivo e generalizzato. L'evoluzione a breve delle aspettative sull'Euribor a 1 mese, ricavata dal confronto dei rendimenti dell'Euribor da 1 a 12 mesi, è riportata nella FIG. 5.

I dati si riferiscono al giorno immediatamente successivo alla riunione di ottobre e alle successive riunioni in cui la BCE ha aumentato il Repo di 25 punti base. Dal grafico emerge chiaramente che le aspettative si sono continuamente spostate

verso l'alto, ma che, a partire da dicembre, il mercato ha sempre correttamente previsto l'evoluzione dell'Euribor nei tre mesi successivi (l'inizio di ogni nuova curva giace sulla curva precedente).

FIG. 5: L'evoluzione delle aspettative a breve (tassi impliciti dell'Euribor)



Fonte: Finland Bank e nostre elaborazioni.

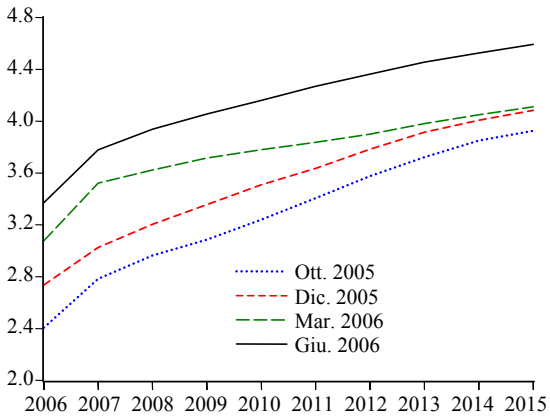
Nel contempo, però, risulta anche che il mercato ha sempre rivisto verso l'alto le aspettative per i mesi più lontani. Un movimento analogo si ritrova anche per le aspettative a medio/lungo termine ricavate dai tassi impliciti degli Eurirs (*Euro interest rate swaps*) (FIG. 6).

Le curve, corrispondenti alle aspettative sul tasso annuale da qui a 10 anni, hanno continuato a spostarsi al rialzo.

A questo proposito si potrebbe ricordare che, secondo diversi studiosi, la BCE non sarebbe particolarmente trasparente per quando riguarda le sue intenzioni oltre il brevissimo periodo. Le dichiarazioni del Presidente, preziosissime riguardo alle intenzioni del Consiglio Direttivo sui movimenti di breve periodo del tasso ufficiale, lo sono molto meno per intervalli più lunghi. E questo non tanto rispetto alla direzione degli interventi, quanto al loro importo complessivo. Ne derivano continui aggiustamenti delle aspet-

tative a mano a mano che emergono fatti nuovi e la Banca Centrale rilascia ulteriori informazioni.

FIG. 6: L'evoluzione delle aspettative a medio lungo termine (tassi impliciti dell'Eurirs)

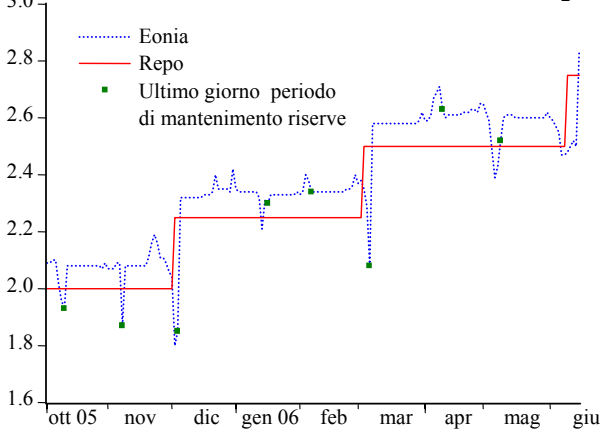


Fonte: Reuters e nostre elaborazioni.

L'Eonia e la liquidità del sistema

L'andamento giornaliero dell'Eonia e del Repo sono riportati nella FIG. 7, in cui sono evidenziati anche gli ultimi giorni del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria. Questi giorni, infatti, corrispondono notoriamente alle punte di massima volatilità del tasso *overnight*.

FIG. 7: L'andamento dell'Eonia e del Repo



Fonte: BCE e Finland Bank.

Già ad ottobre la BCE aveva espresso la propria preoccupazione per l'eccessiva tendenza al rialzo del differenziale tra l'Eonia e il Repo. Conseguentemente la Banca aveva ufficialmente deciso di aumentare l'importo di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principale e, nei mesi successivi, ha sempre cercato di adeguare i suoi interventi alle necessità di liquidità del sistema. Questo proposito è stato ribadito a maggio quando la BCE, in presenza di un eccessivo scarto dell'Eonia sul Repo, ha dichiarato che in tutte le prossime Operazioni di Rifinanziamento Principale (ORP) potrà ancora aumentare l'aggiudicazione di importi superiori a quelli di riferimento. Vengono inoltre attivate apposite operazioni di *fine tuning* per cercare di riequilibrare la liquidità del sistema nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

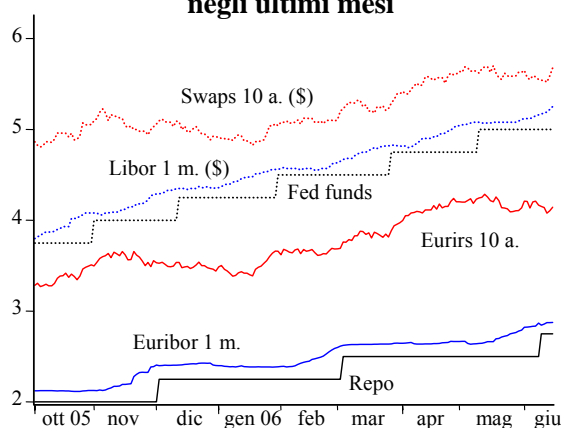
E' quindi prevedibile che nei prossimi mesi il sistema non soffrirà di carenza di liquidità e, pertanto, il livello dell'Eonia non dovrebbe portarsi a valori troppo superiori al quelli del Repo. In effetti dalla FIG. 7 si nota che, da ottobre, anche nell'ultimo giorno dei periodi di riferimento della riserva obbligatoria la liquidità è di solito apparsa più che abbondante, come risulta da alcune punte verso il basso del tasso *overnight*.

Un confronto con i tassi americani

I tassi europei sono ancora nettamente inferiori ai corrispondenti tassi americani, e la forbice, per quanto riguarda i tassi a breve, si è allargata (FIG. 8) (2,4 punti a giugno contro 1,7 all'inizio di ottobre per il tasso a 1 mese). Questo fenomeno è dovuto al fatto che da ottobre ad oggi la BCE ha aumentato per 3 volte il Repo di 25 punti base, mentre la Fed ha adottato la stessa manovra per ben 5 volte. Dopo una piccola flessione, si è invece mantenuto sostanzialmente invariato il differenziale fra i tassi a lunga delle due aree (circa 1,5 punti) che, come sempre, nel breve periodo presentano lo stesso profilo.

La curva dei tassi per scadenza, in particolare per i tassi a breve, è comunque molto più ripida nella zona-Euro, il che implica che per i prossimi mesi è attesa una riduzione del differenziale fra i tassi delle due zone in quanto gli aumenti del tasso ufficiale dovrebbero essere maggiori in Europa.

FIG. 8: I tassi europei ed americani negli ultimi mesi



Fonte: BCE, Finland Bank, Reuters e Fed; periodo: 3 ottobre 2005 – 15 giugno 2006.

I prezzi delle azioni e il cambio. Dopo un andamento favorevole che è continuato per i primi quattro mesi del 2006, i corsi di tutte le borse hanno subito una significativa flessione nel mese di maggio. Questa flessione (TAB. 2) è stata comunque più accentuata nelle zone geografiche e nei settori (con l'eccezione dell'immobiliare) che nei periodi precedenti avevano presentato le migliori performance.

Poiché le previsioni sulla redditività delle imprese sono ancora più che soddisfacenti e il rapporto utili/capitalizzazione è sostanzialmente in linea (almeno per gli USA e la Zona-Euro) con la media degli ultimi 10 anni, quanto si è verificato sembrerebbe più l'effetto di massicci realizzi che l'inizio di una crisi come quella del 2000-2001.

TAB. 2: La crescita dei prezzi nei vari mercati e settori azionari a livello mondiale

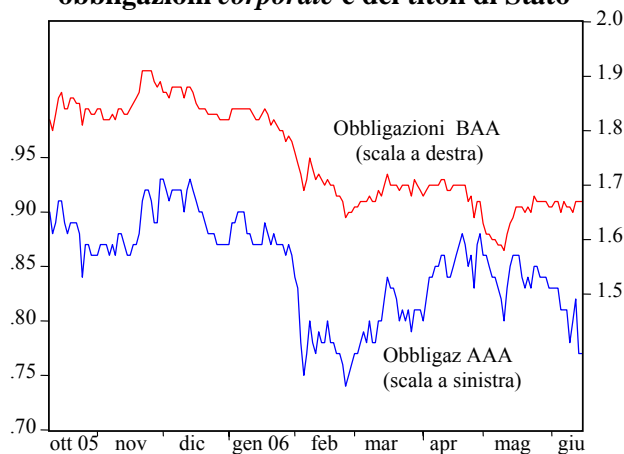
Mercati	periodo			
	1 m	3 m	1 a	3 a
<i>Zone geografiche</i>				
Est Europa	-17,6	-12,2	44,7	150,9
America Latina	-15,2	-17,6	31,6	172,5
Giappone	-9,4	-8,0	24,2	78,1
Asia	-8,7	-7,0	19,5	80,8
Europa	-6,3	-6,8	13,5	58,5
Italia	-4,8	-6,7	9,8	53,8
Nord America	-1,8	-7,6	1,4	23,9
Mondo	-4,3	-7,3	7,5	39,8
<i>Comparti:</i>				
Risorse Naturali	-8,7	-5,6	22,0	86,8
Finanziario	-5,3	-7,5	13,6	48,6
Tecnologia	-3,9	-11,7	-1,1	16,8
Medico/Farm.	-2,2	-8,1	-0,1	13,2
Immobiliare	-1,9	-6,4	17,3	95,9
Reddito fisso	0,4	-0,6	-0,6	9,0

Fonte: Morningstar, valori al 16 giugno 2006. Rendimenti % in euro.

Quest'ipotesi sembra confermata dal fatto che negli ultimi due mesi lo *spread* fra i rendimenti delle obbligazioni corporate e quello dei titoli di Stato non si è affatto ampliato (FIG. 9).

A partire da aprile l'euro si è significativamente rafforzato sul dollaro, salendo dall'1,209 del 13 aprile all'1,296 del 5 giugno: negli ultimi giorni,

FIG. 9: Spread tra i rendimenti delle obbligazioni corporate e dei titoli di Stato



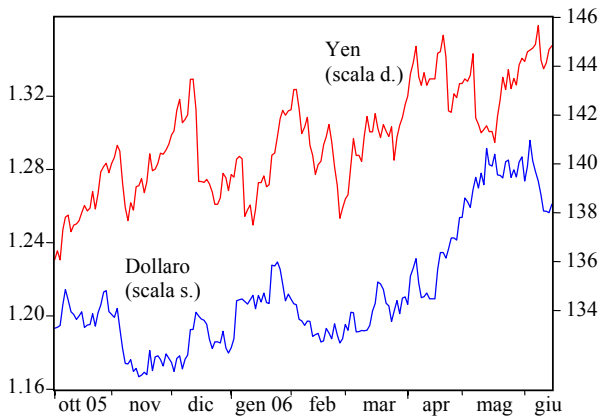
Fonte: Fed; periodo: 3 ott. 2005 – 15 giugno 2006. Nota: dati USA.

comunque, il dollaro si è parzialmente ripreso e il cambio, il 16 giugno, era a 1,261 (FIG. 10).

Questo andamento è stato associato sia alle ultime buone previsioni sulla crescita dell'economia europea e sulla tendenza all'aumento dei nostri tassi, sia alle non buone notizie sulla bilancia commerciale USA.

L'euro si è però di recente anche rafforzato nei confronti dello yen, e questo nonostante le prospettive economiche del Giappone siano ancora buone e stia per finire la fase di politica monetaria a tasso zero. Come spesso accade, spiegare i movimenti di breve periodo del cambio è molto difficile perché si assiste spesso a dei rapidi movimenti non sempre riconducibili alle usuali relazioni economiche.

FIG. 10: Il cambio del dollaro e dello yen

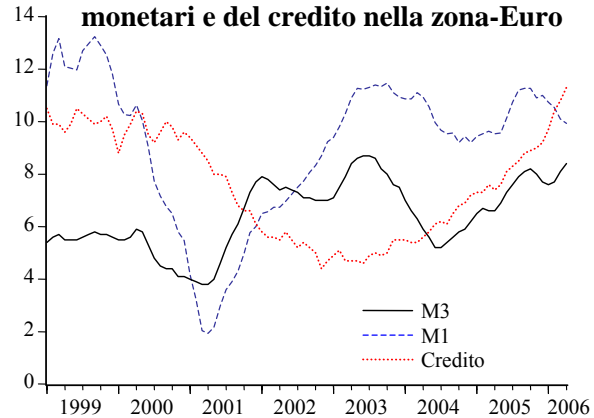


Fonte: BCE; periodo 3 ott. 2005-16 giugno 2006.

3. Gli aggregati monetari e creditizi nella zona-Euro e in Italia

Ad aprile 2006 la crescita della moneta e del credito risultava ancora molto elevata nella zona-Euro (+8,8% annuo per la M3, +9,8% per la M1 e +11,3% per il credito). Dalla FIG. 11 emerge che, a differenza della sua componente più liquida M1 che sta manifestando qualche sintomo di rallentamento (ad agosto dello scorso anno cresceva all'11,6%), l'aggregato M3 e il credito stanno accelerando nonostante l'aumento dei tassi.

FIG. 11: Crescita annua degli aggregati monetari e del credito nella zona-Euro



Fonte: BCE; per la moneta medie mobili trimestrali; periodo gennaio 1999 – aprile 2006.

Il problema è che il rendimento delle componenti meno liquide della M3 (cioè quelle diverse da banconote e conti correnti) si è adeguato ai tassi di mercato, con l'effetto di un aumento della domanda di queste attività, per altro piuttosto liquide. Questo andamento degli aggregati sta preoccupando la Banca Centrale per il suo possibile impatto inflazionistico di medio-lungo periodo: l'eccesso di moneta (*gap* monetario) misurato dalla BCE risulta infatti in aumento nonostante l'erosione del valore della moneta provocato dall'inflazione.

TAB. 3: La raccolta delle banche italiane (variazione sui 12 mesi)

	Dic. 2004	Dic. 2005	Mar. 2006	Crescita I trim. (§)
Raccolta sull'interno (*)	7,3	7,8	8,6	12,4
Depositi	5,2	6,9	7,7	10,5
di cui:				
- in conto corrente	6,2	8,0	8,0	8,8
- con durata prestabil.	-4,0	2,7	5,0	11,4
- rimborsabili c/preav.	4,7	2,5	0,3	-3,8
- pronti c/termine	15,4	16,0	15,4	18,2
Obbligazioni	10,8	9,3	10,1	15,5

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 2005. Nota: (*) Includere le obbligazioni detenute dai non residenti; (§) Crescita da dicembre 2005 a marzo 2006 annualizzata.

L'andamento degli aggregati in Italia è sostanzialmente analogo a quello della zona-Euro.

In particolare, per quanto riguarda la raccolta bancaria (TAB. 3), si rileva che le forme meno liquide (con l'eccezione dei depositi rimborsabili con preavviso, in flessione anche nella zona-Euro) stanno crescendo a un ritmo superiore a quello dei conti correnti.

TAB. 4: Gli impieghi delle banche italiane
(variazione sui 12 mesi)

	Dic. 2004	Dic. 2005	Mar. 2006	Crescita I trim. (§)
Titoli	-2,8	19,4	13,1	-12,6
<i>di cui: titoli d Stato</i>	-12,4	14,5	4,5	-26,5
Prestiti	6,7	8,7	9,1	12,2
<i>di cui:</i>				
- a breve	-4,4	2,0	2,4	6,7
- a medio/lungo	14,2	13,0	13,2	15,3
Sofferenze	6,0	-16,5	-13,9	10,9

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 2005. Nota: (§) Crescita da dicembre 2005 a marzo 2006 annualizzata.

La forte crescita del credito nella zona-Euro riguarda pressoché tutti i segmenti di clientela e tutte le tipologie e le scadenze. In Italia, comunque, la componente più dinamica riguarda ancora nettamente il medio-lungo termine anche se l'espansione della componente a breve è in accelerazione (TAB. 4). Particolarmente elevata è ancora la crescita dei mutui per l'acquisto di immobili (+18% a dicembre), i cui prezzi in Italia sarebbero ancora aumentati del 9,9% nel 2005, contro una media del 7,6% per l'intera zona-Euro. Analoghe considerazioni valgono per il credito al consumo, sia nel suo complesso (+18,2% a dicembre) che per la sola componente bancaria (+16,3%). Durante il primo trimestre di quest'anno sono invece in diminuzione i titoli detenuti nel portafoglio delle aziende di credito, e in particolare i titoli di Stato.

In presenza di una variazione minima dei tassi d'interesse nella media dello scorso anno rispetto al 2004, la forte crescita degli aggregati monetari e creditizi, che ha portato con sé una forte espan-

TAB. 5: Conti economici delle banche italiane

Voci di bilancio	In % dei fondi intermediati		Crescita annua	
	2004	2005	2004	2005
Fondi intermediati			7,3	9,4
Margine d'interesse	1,67	1,58	1,3	4,0
Altri ricavi netti	1,33	1,32	-0,7	8,7
Margine d'intermediazione	2,99	2,90	0,4	6,1
Costi operativi	1,81	1,74	-0,1	4,8
Risultato di gestione	1,18	1,17	1,1	8,1
Utile in percentuale del capitale e delle riserve				
ROE	lordo		netto	
	13,0	13,2	9,5	9,6

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 2005.

sione dei fondi intermediati, ha favorito i conti economici delle banche (TAB. 5). Il margine di intermediazione è migliorato del 4% grazie al significativo sviluppo dei fondi intermediati (+9,4%) pur se il rapporto con questi ultimi si è ridotto di 9 punti base. A ciò si sono aggiunti i benefici di un positivo andamento dei mercati finanziari, della forte espansione degli altri ricavi netti (servizi) e della moderata dinamica dei costi operativi. La crescita del risultato di gestione è così passata dall'1,1% nel 2004 all'8,1% nel 2005.

I tassi bancari. Nei mesi più recenti i tassi bancari sono aumentati in tutta la zona-Euro in seguito al loro progressivo adeguamento ai tassi di mercato. Per quanto riguarda l'Italia (TAB. 6), l'aumento è stato in generale piuttosto sensibile, anche se risulta solo marginale nel caso dei conti correnti, dei depositi delle famiglie con durata prestabilita e del credito al consumo oltre il breve termine (il cui livello di partenza era peraltro abbastanza elevato). Non vi sono invece differenze significative tra gli aumenti dei tassi praticati alle imprese di diversa dimensione. Questa tendenza all'aumento è destinata a continuare nei prossimi mesi, con effetto positivo sul margine di interesse bancario.

TAB. 6: I tassi bancari in Italia
(nuove operazioni)

Tassi:	Set 2005	Mar 2006	Var.
Depositi c/c	0,72	0,86	0,14
Dep. famiglie con durata prestab.	1,52	1,69	0,17
Pronti c/ termine	1,96	2,38	0,42
Prestiti alle soc. non finanziarie:			
Fino a 1 mln di euro (totale)	3,88	4,28	0,40
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	3,87	4,25	0,38
<i>da 1 a 5 anni</i>	4,40	4,90	0,50
<i>oltre 5 anni</i>	4,55	5,02	0,47
Oltre 1 mln di euro (totale)	3,15	3,48	0,33
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	3,12	3,45	0,33
<i>da 1 a 5 anni</i>	3,38	3,90	0,52
<i>oltre 5 anni</i>	3,61	4,02	0,41
Prestiti alle famiglie:			
Acquisto di abitazioni (totale)	3,59	4,04	0,45
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	3,47	3,88	0,41
<i>da 1 a 5 anni</i>	3,46	3,59	0,13
<i>da 5 a 10 anni</i>	3,99	4,45	0,46
<i>oltre 5 anni</i>	4,61	4,95	0,34
Credito al consumo (totale)	8,17	8,33	0,16
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	9,98	10,40	0,42
<i>da 1 a 5 anni</i>	7,92	8,03	0,11
<i>da 5 a 10 anni</i>	7,32	7,56	0,24
TAEG: acquisto di abitazioni	3,77	4,27	0,50
credito al consumo	8,95	9,12	0,17

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 2005.

4. L'opinione della BCE e le previsioni sui tassi

Nella conferenza stampa successiva alla riunione del Consiglio Direttivo dell'8 giugno scorso, Trichet ha lasciato chiaramente intendere che il tasso ufficiale salirà ancora. Il Presidente ha tra l'altro affermato che, anche dopo l'ultimo intervento, i tassi chiave restano bassi, la liquidità ampia, e la politica monetaria accomodante. Di contro, sempre secondo il Presidente, le prospettive inflazionistiche e la crescita degli aggregati sono tali da rendere necessario uno stretto monitoraggio dell'evolversi della situazione.

Le più recenti proiezioni macroeconomiche per l'Area Euro formulate dagli esperti dell'Euro-sistema sulla base delle informazioni disponibili al 19 maggio 2006, e rese pubbliche l'8 giugno, sono coerenti con queste affermazioni (TAB. 7). Esse, infatti, sono state calcolate in base all'ipotesi di un rendimento trimestrale dell'Euribor in linea

TAB. 7: Proiezioni della BCE
su inflazione e crescita del PIL

variabile	data previsione	2005	2006	2007
Inflazione	dic.2005	2,2 ± 0,1	2,1 ± 0,5	2,0 ± 0,6
	mar.2006	2,2	2,2 ± 0,3	2,2 ± 0,6
	giu.2006	2,2	2,3 ± 0,2	2,2 ± 0,6
PIL	dic.2005	1,4 ± 0,2	1,9 ± 0,5	1,9 ± 0,5
	mar.2006	1,4	2,1 ± 0,4	2,0 ± 0,5
	giu.2006	1,4	2,1 ± 0,3	1,8 ± 0,5

Fonte: BCE.

con le aspettative di mercato ricavabili dai tassi a termine. Ma queste aspettative risultano in crescita perché vanno, secondo i calcoli effettuati a maggio dalla BCE,¹ da un 3,1% come media del 2006 al 3,9% del 2007 e, nonostante ciò, il valor medio dell'inflazione prevista per il 2007 (2,2%) risulta ancora superiore all'obiettivo di medio periodo della Banca (qualcosa sotto il 2%).

TAB. 8: I principali indicatori economici

Indicatori	ott. 2005	mar 2005	giu 2005
Repo	2,0	2,25	2,75
Inflazione	2,2	2,30	2,50
Repo - inflazione (tasso reale)	-0,2	-0,05	0,25
Δ% prezzi alla produz. beni industr.	4,1	4,7	5,4
Δ% prezzi beni industr. (non energ.)	0,0	0,2	0,6
cambio \$/€	1,20	1,20	1,29
(crescita %)	-3,0	-9,3	-1,3
Prezzo petrolio (in euro)	52,2	51,8	55,7
(crescita %)	49,1	46,7	41,4
Δ% prod. industriale destag.	0,6	2,5	3,7
Δ% prod.manifatturiera	-0,1	2,3	4,5
Δ% PIL	1,1	1,7	1,8
Indice clima economico	100,1	104,1	108,2
Eurocoin	0,39	0,58	0,59
Eurogrowth	1,43	1,98	3,00
Δ% M3	1,7	1,9	9,8
Δ% M1	1,8	1,9	8,4
Δ% Credito	1,6	1,9	11,3

Fonte: BCE, Eurocoin, Eurogrowth. Nota: i dati riportati nella tabella si riferiscono agli ultimi valori disponibili al momento della riunione del Consiglio Direttivo relativo ai mesi indicati.

¹ In base ai valori disponibili nelle due settimane terminanti l'11 maggio.

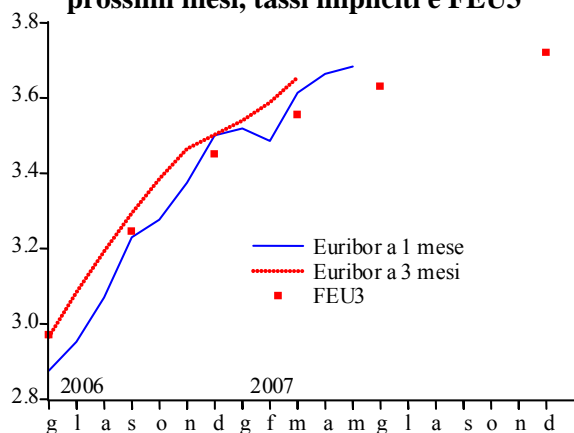
A conclusioni simili si arriva considerando i valori dei principali indicatori economici (TAB. 8): gli indicatori del settore reale sono in fase di miglioramento, mentre quelli inflazionistici segnalano un aumento delle tensioni.

Il mercato sembra aver recepito tutte queste informazioni, come risulta dai più recenti dati disponibili (16 giugno 2006) sulle aspettative (FIG. 12 e FIG. 13).

La FIG. 12, che si riferisce alle aspettative di breve-medio periodo, riporta sia i tassi impliciti mensili e trimestrali dell'Euribor sia il rendimento del *future* FEU3.

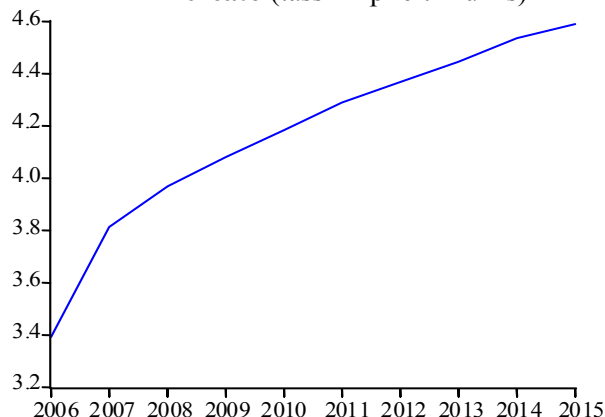
Tenendo conto del fatto che i valori riportati nel grafico sono distorti verso l'alto per la presenza del premio di liquidità che cresce al crescere della scadenza, si può ipotizzare che, per andare a regime, l'aumento atteso dei tassi sia dell'ordine di 75 punti base, il che corrisponderebbe a un Repo di 3,50 punti. Negli ultimi giorni, inoltre, la curva delle aspettative sull'Euribor a 1 mese ha cominciato ad assumere, in corrispondenza dei mesi di settembre e dicembre, quelle tipiche "angolazioni" che indicano le date più probabili per gli interventi dalla BCE.

FIG. 12: Aspettative del mercato per i prossimi mesi, tassi impliciti e FEU3



Fonte: Finland Bank, Eurex e nostre elaborazioni; dati al 16 giugno 2006.

FIG. 13: Aspettative di medio/lungo periodo del mercato (tassi impliciti Eurirs)



Fonte: Reuters e nostre elaborazioni; dati al 16 giugno 2006.

Questo risultato è confermato da un'analisi econometrica applicata agli indicatori della TAB. 8 che indicherebbe, in coerenza con le aspettative del mercato, per dicembre un valore del Repo di 3,25 punti (se non addirittura di 3,50). Non c'è invece molta certezza sulla possibile entità del prossimo intervento: l'analisi sugli indicatori darebbe come probabile +25 punti base, mentre il mercato sembra incerto tra +25 e 50 punti.

La struttura dei tassi impliciti da 1 a 10 anni dell'Eurirs (FIG. 13), che è legata alle aspettative a medio-lungo termine, conferma che l'atteso rialzo dei tassi dovrebbe probabilmente concludersi entro il 2007. Poiché, per definizione, i tassi a lunga sono la media dei tassi impliciti di tutte le scadenze, ne deriverebbe che anche per i tassi a lunga sia previsto un aumento, e questo nonostante qualche flessione nell'ultimo periodo. Ovviamente, però, molto dipenderà dai movimenti dagli analoghi rendimenti americani con i quali i tassi tendono a muoversi in fase.