

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

G. FERRARINI - F. FRASCA - A. COLOMBO

“IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”

Interventi tenuti nell’ambito del Seminario su:
“Intermediari, Mercati Finanziari e Ciclo Economico Internazionale”
S. Marco - Perugia, 22 marzo 2003

QUADERNO N. 206

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

G. FERRARINI - F. FRASCA - A. COLOMBO

“IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”

Interventi tenuti nell'ambito del Seminario su:
“Intermediari, Mercati Finanziari e Ciclo Economico Internazionale”
S. Marco - Perugia, 22 marzo 2003

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. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Prof. Guido FERRARINI,
Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Genova

Finanza e governo d'impresa nella riforma del diritto azionario

I. Introduzione

In questa relazione mi propongo di studiare alcuni aspetti della recente riforma del diritto societario, selezionati per la loro rilevanza sul piano della finanza aziendale e del governo societario. Esaminerò, anzitutto, la nuova disciplina degli strumenti finanziari (azioni, obbligazioni e strumenti partecipativi) (sez. II) e poi quella dei patrimoni separati (sez. III), svolgendo, per ciascuno di tali settori, alcune valutazioni di massima in chiave economico-giuridica. Analizzerò, successivamente, le nuove strutture di governo societario, iniziando dal tema dei controlli interni (sez. IV) e poi esaminando come lo stesso venga affrontato dalla riforma con riferimento sia al sistema tradizionale di *governance* che a quelli nuovi (dualistico e monistico) (sez. V).

II. Strumenti finanziari

Esaminerò, anzitutto, la nuova disciplina delle azioni, delle obbligazioni e degli strumenti finanziari “partecipativi”.

A. Azioni

1. Principio di atipicità

La riforma ripete il principio che “le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti” (art. 2348, 1° comma) e tuttavia consente la creazione di “categorie di azioni fornite di diritti diversi” (2° comma).

Questa facoltà è ammessa in termini più ampi che nel diritto vigente. Anzitutto, viene precisato che i diversi diritti possono riguardare “la incidenza delle perdite” (*ibidem*), con ciò ammettendosi la creazione di azioni “postergate” (della cui validità si è in passato dubitato). Si tratta di azioni privilegiate per intero nel rimborso del capitale allo scioglimento della società che “nel caso di riduzione parziale o totale del capitale sociale, ne subiscono gli effetti solo dopo che siano state integralmente annullate le azioni ordinarie” (Galgano, *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003, p. 129). Come osserva (un po’ enfaticamente) la relazione al decreto di riforma, le “azioni postergate nelle perdite ... si sono rivelate strumento spesso utile ed a volte indispensabile per il finanziamento dell’impresa sociale, specialmente nell’ambito di processi di ristrutturazione e tentativi di superamento di situazioni di crisi”. Inoltre, l’art. 2348, 2° comma, precisa a proposito delle speciali categorie di azioni, che “la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie”. Si è osservato, a questo riguardo, che la riforma introduce un principio di atipicità (Galgano, *op. cit.*, p. 128): lo statuto può liberamente determinare il contenuto delle azioni, entro i limiti posti dalla legge; uno di questi limiti è il divieto di emissione di azioni a voto plurimo (art. 2351, 4° comma); un altro è il principio che “tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti” (art. 2348, 4° comma).

2. Categorie di azioni

Il parametro di riferimento è rappresentato dalle azioni ordinarie, le quali attribuiscono “il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione” (art. 2350, 1° comma) oltre al diritto di voto (art. 2351, 1° comma). Le speciali categorie si differenziano dalle azioni ordinarie almeno sotto uno di tali profili.

a) *Diritti patrimoniali*. Le azioni privilegiate attribuiscono ai loro possessori una più elevata partecipazione agli utili

netti e alla ripartizione del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, come specificamente consentito dall'art. 2350, 1° comma, anche nel testo vigente. Va ricordato, in proposito, che la limitazione per le privilegiate del diritto di voto è prevista solo come eventuale dal vigente art. 2351, 2° comma; nulla più prevede il nuovo testo della medesima disposizione, nell'ambito della più generale deregolazione del voto, di cui sotto dirò. Inoltre, la riforma prevede la categoria delle "azioni correlate", termine che traduce l'inglese *tracking stocks* (cfr. in arg. Portale, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. soc.* 2002, p. 162 ss.). Si tratta di "azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore", per le quali "lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti ..., nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria" (art. 2350, 2° comma). Sul piano sistematico, questione delicata è quella relativa alla distinzione tra le azioni correlate e gli strumenti finanziari emessi a fronte di patrimoni destinati ad uno specifico affare (v. ancora sotto sez. III). Nonostante l'analogia funzionale tra i due tipi di strumenti, la distinzione tra i medesimi è netta dal punto di vista tecnico. Infatti, le azioni correlate rappresentano (in quanto azioni) una partecipazione sociale; questo spiega perché il 3° comma dell'art. 2350 vieti di pagare dividendi ai possessori di azioni correlate "se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società". Invece, gli strumenti emessi a fronte di patrimoni destinati rappresentano una quota di partecipazione ad un singolo affare, attribuendo i diritti che derivano da una associazione in partecipazione (v. ancora sotto sez. III).

b) *Diritto di voto*. Anche la disciplina del voto è rimessa all'autonomia privata. Lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto (finora possibile solo per le società quotate sotto forma di azioni di risparmio); di azioni con diritto di voto limitato a

particolari argomenti (ad es. alla nomina di amministratori e sindaci); di azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (ad es. mancata distribuzione del dividendo per tre esercizi consecutivi) (art. 2351, 2° comma). Peraltro, il valore di tali azioni (senza diritto di voto o con voto limitato o condizionato) non può complessivamente superare la metà del capitale sociale (*ibid.*). La disciplina in esame fa “salvo quanto previsto dalle leggi speciali”, quindi dal T.U.F. Si è osservato, in proposito, che le società emittenti azioni quotate in mercati regolamentati potranno emettere azioni senza voto (cioè, azioni di risparmio) solo se l’assenza del voto sia compensata da privilegi patrimoniali ai sensi dell’art. 145, 1° comma, T.U.F. (Miola, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1469-1470). Il medesimo autore ha notato l’incongruenza del sistema, che ammette nelle sole società non quotate “la contemporanea privazione di diritto di voto e privilegio patrimoniale”.

Sempre in tema di diritto di voto, risulta esclusa per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio la possibilità di avere in statuto limiti al possesso azionario. Infatti, una tale facoltà è riconosciuta solo alle società che non fanno ricorso al mercato, lo statuto delle quali “può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti” (art. 2351, 3° comma).

3. *Valutazioni*

Accogliendo il principio di atipicità delle azioni, la riforma attribuisce una notevole flessibilità allo strumento azionario, che risulta più facilmente modulabile in punto sia di diritti patrimoniali che di diritti amministrativi. I vantaggi della nuova impostazione potranno essere sperimentati sotto diversi profili: ad es. nel settore del *private equity* potranno essere costruite categorie di azioni meglio calibrate alle esigenze dei

diversi tipi di investitori e di finanziatori (ad es. in punto di nomina degli amministratori e relativo voto); analogamente, nel campo del *venture capital* potranno utilizzarsi azioni del tipo delle *preferred-convertible shares* adoperate nella prassi americana, con soluzioni innovative in punto di privilegi patrimoniali e di voto “condizionato”.

Per altri aspetti, le soluzioni prefigurate dalla riforma paiono già obsolete: mi riferisco, in particolare, all’esperienza delle *tracking shares*, che sembra avere ormai esaurito la propria forza attrattiva disvelando, semmai, elementi notevolmente critici. Le azioni correlate sono state emesse negli USA (il solo esempio europeo conosciuto è quello di Alcatel) specialmente con riferimento ad aziende della *new economy*. L’interesse dello strumento risiede nella possibilità di valorizzare singoli settori dell’attività aziendale, senza incontrare i costi di una *IPO* e sfruttando la reputazione di un emittente ben affermato sul mercato. Gli aspetti negativi delle *tracking shares* si sono, peraltro, individuati nella circostanza che i loro possessori non hanno un diretto controllo delle attività cui le azioni stesse sono correlate; conseguentemente, essi non beneficiano di alcun premio di controllo, monetizzabile nel corso di scalate (col risultato che le *tracking shares* sono generalmente quotate con uno sconto del 10-20 per cento sul prezzo delle ordinarie).

Dal punto di vista del mercato finanziario, poi, l’atipicità dell’azione trova limiti naturali nel diffuso bisogno di standardizzazione che le borse e gli operatori manifestano con riguardo agli strumenti finanziari. Non è, quindi, prevedibile che la riforma promuova l’innovazione finanziaria in termini fino ad oggi inusitati. Piuttosto, la deregolazione attuata dalla riforma consentirà di eventualmente ospitare nel nostro ordinamento tecniche sviluppate altrove, che da noi ancora non abbiano potuto trovare applicazione per i limiti posti dall’ordinamento. Peraltro, l’esperienza della deregolazione operata dal T.U.F. con riguardo alle azioni di risparmio induce a ritenere un tale fenomeno di trapianto poco probabile (la pratica, ad es., non ha cercato di tradurre nella nuova disciplina delle azioni di risparmio il modello

americano delle *preferred shares* con dividendo fisso). Semmai, questa esperienza dimostra il contrario: nonostante la deregolazione operata dal T.U.F., le azioni di risparmio tendono a scomparire perché non gradite dal mercato, che preferisce una struttura azionaria ispirata dal principio “una azione – un voto”. Questo si cuce con la più generale tendenza ad assicurare la contendibilità del controllo delle società quotate: le stesse azioni di risparmio vengono viste come un mezzo per limitare tale contendibilità, rafforzando la posizione degli azionisti di controllo. La tendenza ora citata è recepita anche dalla riforma, quando vieta l’uso di limiti al possesso azionario da parte delle società quotate.

B. Obbligazioni

1. Prestiti obbligazionari e strumenti partecipativi

Anche la materia dei prestiti obbligazionari ha formato oggetto di deregolazione nella riforma. Anzitutto, se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l’emissione di obbligazioni è deliberata dagli amministratori (art. 2410, 1° comma). Inoltre, viene enunciata la possibilità (peraltro pacifica già oggi) di emettere prestiti subordinati (art. 2411, 1° comma). Del pari, viene ammessa la possibilità di emettere obbligazioni “indicizzate”, per le quali “i tempi e l’entità del pagamento degli interessi” varino “in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all’andamento economico della società” (2° comma). Si precisa, infine, che sono sottoposti alla disciplina dei prestiti obbligazionari gli “strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società” (3° comma). Questa disposizione allarga l’ambito della disciplina in esame oltre la figura del prestito obbligazionario, coprendo strumenti che riflettono rapporti diversi dal mutuo e si configurano come “ibridi”, a metà strada tra l’azione e l’obbligazione (v. ancora sotto la lett. C).

2. Relativa liberalizzazione

I limiti all'emissione di obbligazioni (e di altri strumenti finanziari sottoposti alla medesima disciplina) sono elevati dalla riforma a livelli superiori rispetto a quelli oggi vigenti. Anzitutto, la società può emettere obbligazioni “per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato” (art. 2412, 1° comma). Questo limite può essere superato “se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali” (art. 2412, 2° comma, dove è anche precisato: “in caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali”). Inoltre, il limite citato non si applica all'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili stessi (3° comma). Ancora, il limite sopra menzionato non riguarda la “emissione di obbligazioni effettuata da società le cui azioni siano quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati” (4° comma). Questa disposizione si spiega sia con le discipline, specialmente di trasparenza, applicabili alle società che abbiano azioni quotate, che con i controlli, anche di merito, compiuti dalle società di gestione dei mercati regolamentati al momento dell'ammissione a quotazione.

3. Valutazioni

La riforma non pare particolarmente innovativa in punto di configurazione del prestito obbligazionario; già la disciplina vigente consente il ricorso ai prestiti subordinati o indicizzati, dei quali la nuova disciplina fa menzione. Semmai, una novità risiede nell'assimilazione – dal punto di vista della disciplina – degli strumenti partecipativi alle obbligazioni. Ne

discende un sistema per il quale sono soggetti alla medesima regolamentazione sia gli strumenti rappresentativi di un prestito (le obbligazioni) che quelli rappresentativi di un'associazione in partecipazione (dei quali dirò più sotto).

La riforma è, invece, innovativa quando liberalizza, specialmente per le società quotate, l'emissione di obbligazioni. Qui le nuove regole meritano approvazione, in quanto eliminano limiti anacronistici e poco giustificati, che costringono i nostri gruppi a fare ricorso a controllate estere per l'approvvigionamento di fondi mediante prestiti obbligazionari oltre i limiti oggi previsti dall'ordinamento. La liberalizzazione in materia dovrà essere, naturalmente, compensata da un'attenta disciplina di mercato e dal più diffuso ricorso a meccanismi di *rating* degli emittenti e dei titoli.

C. Strumenti partecipativi

1. Obiettivi della riforma

La legge-delega per la riforma del diritto societario (n. 366/2001) richiede, all'art. 4, 6° comma, lett. c), di “prevedere, al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali ..., la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di *strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi* dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi” (enfasi aggiunta). Identica previsione era contenuta nell'art. 4, 6° comma, del progetto Mirone, la cui relazione introduttiva precisava che “si è ravvisata l'esigenza di superare le attuali rigidità del sistema e di consentire alle società per azioni, come già avviene in altri sistemi giuridici, l'utilizzo di una più estesa gamma di prodotti finanziari utilizzabili per la raccolta di capitale di credito e di rischio. In questo senso la lett. c) del comma 6 prevede un'ampia possibilità di emissione di strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi e consente una vasta scelta in merito alla modulazione dei diritti patrimoniali e di quelli amministrativi ad essi connessi: ciò, ovviamente, fatte salve le riserve di

attività previste dalle leggi vigenti”. Il legislatore delegante aveva in mente, sull’esempio di altri ordinamenti, gli strumenti finanziari “ibridi”, che sono “caratterizzati dal porsi alla linea di confine tra azioni ed obbligazioni, e tali da sottoporre a continua verifica i caratteri tipologici e l’estensione delle relative fattispecie” (Miola, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1466).

2. *Spunti critici*

L’attuazione della delega nell’art. 2346, 6° comma, suscita, peraltro, alcune perplessità. Anzitutto, è prevista la possibilità che gli strumenti in esame siano emessi “a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opere o servizi”. La relazione al decreto di riforma parla di una “soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi”; soluzione che rappresenta “un punto di equilibrio tra il divieto imposto dall’ordinamento comunitario e l’esigenza di consentire pure l’acquisizione alla società di valori a volte di notevole rilievo ...”. In senso critico si è, peraltro, osservato che una tale soluzione contrasta con l’obiettivo, fissato dalla delega, di “agevolare il ricorso al mercato dei capitali” con l’utilizzo di strumenti ibridi: l’apporto di opere e servizi non sembra, in effetti, funzionale al raggiungimento di un simile obiettivo (Miola, *op.cit.*, p. 1466, il quale ravvisa nella disposizione in esame un eccesso di delega).

Inoltre, è previsto che gli strumenti finanziari in questione siano “forniti di diritti patrimoniali o di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti”. Al riguardo, appare poco chiara la ragione della netta alternativa tra diritti patrimoniali e amministrativi, ove si consideri la scarsa appetibilità di uno strumento finanziario fornito solo dei secondi (Miola, *op. cit.*, p. 1467).

3. *Natura degli strumenti*

Gli strumenti in esame non rappresentano la qualità di socio, bensì quella di associato in partecipazione, creditore di una partecipazione agli utili, con rischio di partecipazione alle perdite della società (nei limiti dell'apporto eseguito), o solo di una partecipazione agli utili, con credito al rimborso dell'apporto (artt. 2553-54 c.c.) (Galgano, *op. cit.*, p. 135). I diritti patrimoniali spettanti al possessore dello strumento possono consistere sia in una partecipazione all'utile di bilancio della società che in una partecipazione agli utili che la società ritragga da uno specifico affare (*ibidem*). I diritti amministrativi, oltre che nei diritti di controllo spettanti all'associato in partecipazione, possono includere il diritto di voto su argomenti specificamente indicati, tra i quali la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco (art. 2351, 4° comma). In ogni caso, le deliberazioni dell'assemblea degli azionisti che pregiudichino i diritti amministrativi dei portatori di strumenti finanziari debbono essere approvate dalla loro assemblea speciale (art. 2376).

Una speciale categoria di strumenti partecipativi è rappresentata da quelli emessi a fronte di patrimoni separati, secondo la disciplina che esamino più sotto.

4. *Valutazioni.*

La disciplina degli strumenti partecipativi rappresenta uno sforzo del legislatore in favore dell'innovazione finanziaria e consente un più agevole recepimento degli strumenti ibridi diffusi nella prassi finanziaria internazionale. È da chiedersi, peraltro, se un tale sforzo fosse necessario in presenza, da un lato, di un principio di atipicità dell'azione e, dall'altro, di una notevole liberalizzazione dei prestiti obbligazionari. Facilmente, gli strumenti ibridi possono essere ricondotti al polo azionario od a quello obbligazionario. Lo stesso legislatore esprime una preferenza per questo secondo polo quando dichiara applicabile agli strumenti partecipativi la

disciplina dei prestiti obbligazionari. In pratica, diviene più ampia la categoria (normativa) dell'obbligazione, che appare compatibile con una causa partecipativa. L'alternativa resta, ovviamente, quella dello strumento azionario, che è ormai abbastanza duttile da potere inglobare ipotesi che, invece, il legislatore consente di configurare come strumenti partecipativi. Sorge il dubbio che il moltiplicarsi delle categorie con la creazione di un *tertium genus* possa, più che altro, provocare confusione nell'interprete, rendendo più complessa la disciplina legislativa.

III. Patrimoni separati

1. Origini e scopi.

Già il Progetto Mirone prevedeva che alle società fosse consentito di costituire “patrimoni dedicati ad uno specifico affare”, come poi ha fatto la legge delega all'art. 4, 4° comma, lett. *b*). La relazione della Commissione Mirone sottolineava la novità rappresentata dal fatto che “la società possa destinare parte del proprio patrimonio a specifici affari e che in tal caso si possa realizzare una separazione patrimoniale in grado di condurre ad un regime di autonomia sul piano della responsabilità”. Due obiettivi erano indicati per la nuova disciplina: il primo costituito dalla riduzione dei costi di transazione inerenti a schemi alternativi, come la formazione di una *società ad hoc* per l'esecuzione di un singolo affare; il secondo rappresentato dalla maggiore tutela di coloro che intervengono nel finanziamento dell'affare, sul modello di quanto già realizzato dalla legge sulla cartolarizzazione dei crediti.

Nelle parole di uno degli estensori della nuova disciplina, il fenomeno in esame muove sulle seguenti linee di fondo: “consentire ad una società di chiedere e ricevere un ‘finanziamento’ con destinazione specifica al singolo e determinato affare, ponendo al ‘servizio’ di tale finanziamento non l'intero suo patrimonio, esistente o futuro, né beni determinati, staticamente considerati, allora in

funzione di garanzia in senso tecnico, ma in senso latissimo, e per ora generico, ricavi, proventi specifici dello specifico affare” (Ferro-Luzzi, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 130). Il medesimo autore conclude che lo schema in questione “potrebbe rappresentare un modello a valore potenzialmente generale di finanziamento di impresa che ha al suo vertice istanze, e caratteristiche, certamente tipiche del ‘project financing’” (*ibid.*, p. 135).

L’attuazione della delega è avvenuta attraverso la previsione di due modelli che “pur uniti al vertice da un fenomeno di separazione nell’ambito di un patrimonio facente capo ad un unico soggetto, si differenziano notevolmente tra loro per quanto attiene al contenuto della disciplina e la funzionalità pratica” (v. la relazione della Commissione Vietti al § 10). Nel primo modello, il patrimonio viene separato e destinato ad una particolare operazione economica: “nella sostanza l’ipotesi è operativamente equivalente alla costituzione di una nuova società, col vantaggio della eliminazione dei costi di costituzione, mantenimento ed estinzione della stessa” (*ibidem*). La costituzione del patrimonio separato non è necessariamente collegata ad un finanziamento dell’affare da parte di un terzo, che tuttavia può sussistere: “trattasi allora di finanziamenti a carattere ‘partecipativo’, in ordine ai quali è prevista un’ampia possibilità di articolazione dei diritti patrimoniali ed un principio di organizzazione, all’art. 2447-*octies*, a tutela di questi”. Nel secondo modello, si ipotizza, invece, un finanziamento della società da parte di terzi per un singolo affare “a servizio del rimborso del quale siano principalmente destinati i ricavi dell’affare stesso” (*ibidem*). In effetti, la società può convenire, nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare, che “al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati i proventi dell’affare stesso, o parte di essi” (art. 2447-*bis*).

2. *Disciplina*

Patrimoni destinati ad uno specifico affare. Gli essenziali elementi di disciplina di questa fattispecie sono i seguenti:

- a) il patrimonio è costituito con apposita deliberazione dell'organo amministrativo (art. 2447-ter);
- b) possono emettersi strumenti finanziari di partecipazione all'affare cui il patrimonio è destinato (lett. e dell'art. cit., 1° comma);
- c) deve darsi pubblicità alla costituzione del patrimonio separato (art. 2447-quater);
- d) i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare (art. 2447-quinquies);
- e) debbono tenersi, per il patrimonio destinato, separati libri e scritture contabili (art. 2447-sexies);
- f) la separazione patrimoniale si riflette anche nel bilancio della società, che deve recare in allegato un apposito rendiconto (art. 2447-septies);
- g) nel caso siano emessi strumenti finanziari, i loro possessori si riuniscono in assemblee speciali, quando previsto (art. 2447-octies);
- h) a conclusione dell'affare o quando lo stesso sia divenuto impossibile viene redatto o pubblicato un rendiconto finale (art. 2447-novies).

Finanziamento destinato ad uno specifico affare. Il contratto prevede che tutti o parte dei proventi dell'affare siano destinati, in via esclusiva, al rimborso del finanziamento (art. 2447-decies, 1° comma). Il contratto può prevedere anche specifiche garanzie; tuttavia, quelle relative al rimborso del finanziamento, possono riguardare soltanto una parte di questo (2° comma). La separazione patrimoniale riguarda soltanto i proventi dell'operazione (3° comma). Sui beni strumentali destinati alla realizzazione dell'operazione, peraltro, i creditori della società possono esercitare esclusivamente azioni conservative a tutela dei loro diritti (5° comma). Il finanziamento non può essere rappresentato da titoli destinati alla circolazione fuori dalle ipotesi di cartolarizzazione previste dalle leggi vigenti.

3. Valutazioni

È difficile, in assenza di esperienze applicative, dare una valutazione della disciplina ora descritta, che appare sostanzialmente nuova nel nostro ordinamento, sebbene preceduta da manifestazioni più specifiche (come la legge sulla cartolarizzazione dei crediti). Probabilmente, dei due modelli individuati dal legislatore delegato, il secondo presenta prospettive di maggior successo. La prima ipotesi, infatti, sembra più che altro finalizzata a consentire la creazione di patrimoni separati risparmiando i costi di una nuova società; dove, poi, è difficile dire se gli stessi requisiti posti per la separazione patrimoniale non rappresentino costi eguali o superiori a quelli che si intendono evitare. Inoltre, nel caso di emissione di strumenti, sorgono problemi del tipo di quelli segnalati per le *tracking shares*, che fanno presagire uno scarso successo anche per questi strumenti. Il secondo modello diviso dal legislatore presenta, invece, una utilità, forse notevole, per le operazioni di *project financing*. Esso consente, infatti, di tradurre nel nostro sistema giuridico, in termini tutto sommato appropriati, lo schema angloamericano del *non-recourse financing*, cioè del finanziamento in cui il finanziatore limita preventivamente le proprie pretese soddisfattive ai proventi dell'investimento che ha contribuito a finanziare.

IV I controlli interni

L'attenzione per i controlli interni è risalente nel tempo a livello internazionale. Dapprima gli sforzi si concentrarono sui controlli interno di tipo finanziario, diretti ad assicurare l'attendibilità dei conti sociali. Successivamente, anche altre funzioni dei controlli interni furono sviluppate, in modo da coprire i diversi rischi aziendali sotto un organico sistema di controllo. I recenti scandali societari, ben compendati dal caso *Enron*, hanno riportato l'attenzione sui controlli relativi al sistema contabile ed all'informazione finanziaria in genere. E', comunque, diffusa la consapevolezza che anche altre

materie debbono essere coperte dal sistema di controllo, quali l'efficienza delle operazioni aziendali, la salvaguardia dei beni sociali, e l'osservanza di leggi e regolamenti nell'attività di impresa.

1. L'emersione del tema

Il tema dei controlli interni è stato introdotto nella nostra legislazione dal Testo Unico della Finanza, che rappresenta il primo serio tentativo di riforma del governo societario in Italia. L'art. 149, comma 1, T.U.F. prevede una vigilanza del collegio sindacale sul sistema di controllo interno, mentre l'art. 150, comma 3, dispone che i preposti al controllo interno riferiscono anche al collegio sindacale di propria iniziativa o su richiesta anche di uno solo dei sindaci.

Nel quadro del nostro tradizionale sistema di *governance*, è abbastanza naturale che il riferimento ai controlli interni sia stato collocato nella disciplina del collegio sindacale. Del resto, la delega per il T.U.F. prevedeva che si riformasse il collegio sindacale, onde rafforzare la vigilanza sulla gestione sociale; il consiglio di amministrazione ed il suo funzionamento restavano, invece, fuori della riforma (pronti, se si vuole, per un intervento sul piano della autodisciplina, come poi si è verificato). Oggi, il tema dei controlli interni emerge a livello di riforma del diritto societario e va affrontato pure con riferimento al consiglio di amministrazione, anche se soltanto nel modello monistico di *governance* il sistema di controllo interno è oggetto di considerazione specifica da parte del legislatore, come vedremo più avanti.

2. Definizione

Il T.U.F. fa riferimento al sistema di controllo interno, ma non lo definisce. Di una definizione si è fatto carico il codice di autodisciplina di Borsa Italiana nel suo art. 9. Nella versione aggiornata del codice (luglio 2002), anche la definizione offerta dal comma 1 di tale articolo è stata

riveduta per meglio aderire alla prassi internazionale. Il sistema di controllo interno viene descritto come “l’insieme dei processi diretti a monitorare l’efficienza delle operazioni aziendali, l’affidabilità dell’informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti, la salvaguardia dei beni aziendali”. Questa definizione deriva da quella offerta dal *C.O.S.O. Report* americano e poi ripresa da vari documenti internazionali, tanto da rappresentare ormai uno *standard*. Essa insiste sul carattere del sistema di controllo interno come “insieme di processi”: il che significa che il sistema stesso è diffuso a livello aziendale e può coinvolgere un numero notevole di dirigenti e dipendenti nell’osservanza di regole, procedure e discipline poste a tutela di vari aspetti dell’attività sociale. I controlli, in particolare, riguardano l’efficienza dell’attività gestionale, sotto il profilo ad es. delle regole di corretta amministrazione o del raggiungimento degli obiettivi fissati nei piani aziendali; la conformità dell’attività d’impresa con leggi e regolamenti (*compliance*); l’affidabilità del sistema contabile e dell’informazione finanziaria, ad es. sul piano delle procedure di comunicazione delle informazioni *price sensitive*; e la salvaguardia dei beni aziendali, in particolare sotto il profilo del *risk management*.

3. Competenze

Il codice di autodisciplina si occupa anche della ripartizione delle competenze relative al sistema di controllo interno. Infatti, il T.U.F. attribuisce la vigilanza di tale sistema ai sindaci, ma non dice chi lo debba istituire, né quali siano i compiti del consiglio di amministrazione a tale riguardo. La nuova versione del codice precisa che la “responsabilità del sistema di controllo interno” spetta al consiglio di amministrazione (art. 9.2), mentre “la progettazione, la gestione ed il monitoraggio” del sistema medesimo competono agli amministratori delegati (art. 9.3). Anzi, gli amministratori delegati “provvedono ad identificare i principali rischi aziendali, sottoponendoli all’esame del consiglio di amministrazione” (*ibid.*): si tratta della c.d.

mappatura dei rischi aziendali, cioè dei rischi ai quali l'impresa è esposta nei vari settori di attività. Il consiglio, sulla base della relazione fattagli dai delegati, “fissa le linee di indirizzo” del sistema di controllo interno (art. 9.2), che spetta poi agli amministratori esecutivi di attuare attraverso la progettazione e la gestione del sistema medesimo. Il consiglio provvede, altresì, a “verifica[re] periodicamente l'adeguatezza e l'effettivo funzionamento [di tale sistema], assicurandosi che i principale rischi aziendali siano identificati e gestiti in modo adeguato” (*ibidem*).

Dunque, al consiglio spettano compiti di indirizzo e di monitoraggio, mentre agli amministratori delegati compete di individuare i rischi aziendali, attuare le direttive del consiglio creando e gestendo il sistema di controllo, e vigilare sul funzionamento di tale sistema in concreto. Per tali fini, gli amministratori delegati “nominano uno o più preposti, dotandoli di mezzi idonei” (art. 9.3). La figura dei “preposti” al controllo interno è contemplata dal citato art. 150, comma 3, T.U.F., che prevede il dovere dei medesimi di riferire al collegio sindacale di propria iniziativa o se richiesti (si intende, in merito al funzionamento del sistema di controllo ed alle risultanze delle verifiche compiute). Il T.U.F., peraltro, non dice chi siano questi preposti e la pratica si è spesso interrogata in merito alla loro esatta individuazione. L'art. 9.4 del codice di autodisciplina si limita a dire che gli stessi “non dipendono gerarchicamente da alcun responsabile di aree operative”, il che mira a salvaguardarne l'indipendenza.

Nella nuova edizione del codice, peraltro, il commento precisa quanto segue: “Nelle società dotate di una funzione di *internal audit*, il preposto al controllo interno può identificarsi con il responsabile della medesima. Nelle società che non abbiano una tale funzione, il consiglio valuta periodicamente l'opportunità di istituirla”. In effetti, il responsabile dell'*internal audit* appare essere quanto di più vicino la pratica conosca alla figura giuridica del “preposto” ai controlli interni. Il revisore interno si occupa, in buona sostanza, dei processi di controllo interno nelle loro varie manifestazioni, ed assiste il *management* ed il consiglio nella

progettazione, nella gestione e nel monitoraggio di tali processi. Tuttavia, anche altre figure professionali all'interno di un'impresa hanno competenze afferenti ai controlli interni ed al loro funzionamento: si pensi ai *risk managers* ed ai *compliance officers*. Inoltre, in alcune società, soprattutto di minori dimensioni, una funzione di revisione interna non esiste. Queste circostanze spiegano il tenore del commento all'art. 9.4, che per un verso è aperto all'individuazione di preposti diversi dal revisore interno e, per altro verso, ritiene importante che il consiglio rifletta periodicamente sull'opportunità di istituire una funzione di *internal audit* (eventualmente anche per via di *outsourcing*) nelle società che ancora non l'hanno.

4. Comitato di controllo

Il consiglio di amministrazione svolge i propri compiti relativi al sistema di controllo interno con l'assistenza del comitato previsto dall'art. 10 del codice di autodisciplina. La nuova versione del codice cerca di rafforzare l'indipendenza di questo comitato affermando che la maggioranza dei suoi membri (che devono essere tutti amministratori non-esecutivi) è fatta di amministratori indipendenti (art. 10.1). Anzi, il commento all'art. 3 richiede che, nelle società che siano controllate da altra società quotata, il comitato per il controllo interno sia composto interamente di amministratori indipendenti. Gli orientamenti internazionali recenti, peraltro, vanno nel senso di richiedere che il comitato di *audit* sia in ogni caso composto interamente di consiglieri indipendenti.

La nuova versione del codice di autodisciplina precisa, altresì, che il comitato “assiste il consiglio nell'espletamento dei compiti di cui all'art. 9.2” (art. 10.2). Dunque, tali compiti restano del consiglio anche quando sia istituito un comitato per il controllo interno, che per il consiglio svolge un lavoro di tipo istruttorio e consulenziale. Questo vale anche per l'ulteriore compito attribuito al comitato, che deve “valuta[re] il piano di lavoro preparato dai preposti al controllo interno e riceve[re] le relazioni periodiche degli

stessi”. Si intende che poi il comitato riferisce al consiglio, perché lo stesso possa compiere le proprie valutazioni.

V. Sistemi di governo societario e controlli interni

Il decreto legislativo di riforma prevede tre sistemi di governo societario. Il sistema tradizionale, che ripete aggiornandolo il modello oggi vigente, formato di consiglio di amministrazione (o amministratore unico) e collegio sindacale. Quello dualistico, che si ispira al modello tedesco costituito da consiglio di gestione (*Vorstand*) e consiglio di sorveglianza (*Aufsichtsrat*) e lo reinterpreta avvicinandolo al sistema tradizionale italiano. Quello monistico, che si ispira al modello anglo-americano e prevede, all’interno del consiglio di amministrazione, un “comitato per il controllo sulla gestione”.

A. Sistema tradizionale

1. Compiti del consiglio di amministrazione

Il sistema tradizionale è quello normale, in quanto si applica “se lo statuto non dispone diversamente” (nuovo art. 2380 cod. civ.). L’amministrazione della società spetta al consiglio di amministrazione, salvo il caso di amministratore unico (art. 2380-*bis* cod.civ.). Se lo statuto o l’assemblea lo consentono il consiglio può delegare proprie attribuzioni ad un comitato esecutivo o ad uno o più dei suoi componenti. Il consiglio “determina il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio della delega; può sempre impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega” (nuovo art. 2381, comma 3).

Quando l’amministrazione formi oggetto di delega, al consiglio spettano compiti di monitoraggio. Essi riguardano tre settori: l’assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; le strategie della medesima ed i relativi piani industriali e finanziari; l’andamento generale della gestione (v. ancora l’art. 2381, comma 3). Si precisa che le valutazioni

del consiglio vengono fatte sulla base delle informazioni ricevute: nel caso dell'assetto organizzativo, queste potranno essere anche fornite dai revisori interni (*internal audit*) od esterni; quanto alla gestione (ed alle strategie), le informazioni sono fornite dagli organi delegati, come previsto dalla norma in commento.

2. Consiglio di amministrazione e controlli interni

Il sistema di controllo interno non viene specificamente menzionato. Peraltro, il riferimento all'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, fatto dall'art. 2381 cod. civ., basta a coprire anche i controlli interni, che determinano, in misura notevolissima, la qualità di un tale assetto. Quindi, il sistema amministrativo-contabile non potrà dirsi adeguato se mancano controlli interni di tipo finanziario; similmente, un'attività industriale non risulterà ben organizzata in assenza di un adeguato sistema di *risk management*.

Le competenze relative al sistema di controllo interno seguono quelle più generali. Posto che “gli organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa” (art. cit., comma 4), lo stesso vale per i controlli interni relativi ad un tale assetto. Analogamente, le valutazioni del consiglio di amministrazione in punto di “adeguatezza” dell'assetto citato dovranno anche coprire il sistema di controlli interni. Tutto ciò corrisponde, grosso modo, alla prassi internazionale, che attribuisce al consiglio compiti di supervisione del sistema di controlli interni ed al *management* compiti di implementazione del sistema medesimo.

3. Collegio sindacale e controlli interni

Nella riforma il collegio sindacale vede ridisegnati i propri compiti. Infatti, il controllo contabile passa – come regola generale – ad un revisore contabile o società di revisione iscritti nel registro istituito presso il Ministero della giustizia

(art. 2409-*bis*, comma 1)¹. Solo in via eccezionale il collegio sindacale conserva compiti di controllo contabile, quando (i) lo statuto lo preveda; (ii) si tratti di società che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio e non è tenuta alla redazione del bilancio consolidato; (iii) il collegio sia costituito interamente da revisori contabili (art. 2409-*bis*, comma 3).

La ridefinizione dei compiti del collegio sindacale riflette quella già operata da Testo unico della finanza per le società quotate. Oltre a scomparire i controlli contabili, vengono precisati gli altri compiti del collegio sindacale che, ai sensi del vigente art. 2403, comma 1, cod. civ., deve “controllare l’amministrazione della società” e “vigilare sull’osservanza della legge e dell’atto costitutivo”. Il nuovo testo di tale disposizione stabilisce che “il collegio sindacale vigila sull’osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull’adeguatezza dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento”.

Diversamente dall’art. 149, comma 1, lett. c, T.U.F., la disposizione ora citata non menziona specificamente il sistema di controllo interno. Peraltro, quanto già osservato a proposito del consiglio di amministrazione circa la necessità di includere i controlli interni nella nozione di assetto organizzativo, amministrativo e contabile, vale anche per il collegio sindacale. Conseguentemente, la vigilanza del collegio su tale assetto include anche quella sul sistema di controllo interno.

¹ Il comma 2 del medesimo articolo prevede che “nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio il controllo contabile è esercitato da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili, la quale, limitatamente a tali incarichi, è soggetta alla disciplina dell’attività di revisione prevista per le società emittenti di azioni quotate in mercati regolamentati ed alla vigilanza della Commissione nazionale per le società e la borsa”.

B. Sistema dualistico

1. Consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza

“Lo statuto può adottare per l’amministrazione e per il controllo della società il sistema [dualistico] di cui al paragrafo 5” (nuovo art. 2379, comma 5, cod. civ.). Per tale sistema, l’amministrazione spetta ad un consiglio di gestione ed il controllo ad un consiglio di sorveglianza (art. 2409-*octies*).

La disciplina del consiglio di gestione assomiglia a quella del consiglio di amministrazione (fatta eccezione per la nomina dei componenti, che spetta al consiglio di sorveglianza: art. 2409-*novies*, comma 4). In particolare, il consiglio di gestione può delegare proprie attribuzioni ad uno o più dei suoi componenti, nel qual caso agli altri spettano compiti di monitoraggio (art. 2409-*novies*, comma 1, che fa rinvio all’art. 2381, commi 3, 4 e 5). Ciò non è conforme al modello tedesco, che invece prevede una semplice ripartizione di compiti tra i consiglieri di gestione, i quali sono tutti *executives*. Nel sistema dualistico italiano, alcuni dei consiglieri di gestione potrebbero essere non-esecutivi, col risultato di ripetere – a livello di organo gestionale – quella dialettica tra consiglieri esecutivi e non-esecutivi che, invece, dovrebbe essere riservata ai rapporti tra organo di gestione e organo di sorveglianza.

La disciplina del consiglio di sorveglianza assomiglia, per molti aspetti, a quella del collegio sindacale. Nel definire la competenza del consiglio di sorveglianza, l’art. 2409-*terdecies*, comma 1, oltre a prevedere che tale consiglio nomina i componenti del consiglio di gestione, approva il bilancio, ecc., stabilisce che lo stesso “esercita le funzioni di cui all’articolo 2403, primo comma”. Questa è la disposizione sopra citata che definisce i doveri del collegio sindacale con riferimento al controllo sull’osservanza della legge e dello statuto ed a quello sulla corretta amministrazione e sull’adeguatezza dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società.

Anche nel sistema dualistico, il controllo contabile è

affidato – in questo caso senza eccezioni – a revisori contabili o società di revisione.

2. *Competenza sui controlli interni*

La competenza sui controlli interni è ripartita tra consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza e, all'interno del primo, tra consiglieri esecutivi e non-esecutivi. Come per il consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale, così nel sistema dualistico ai consiglieri delegati spetta l'attuazione del sistema di controllo interno ed al consiglio di gestione spetta di valutare l'adeguatezza di tale sistema (v. l'art. 2381, comma 3, al quale l'art. 2409-*novies*, comma 1, fa rinvio). Anche se il consiglio di gestione fosse interamente composto di consiglieri esecutivi (com'è la regola in Germania ed non è escluso da noi), lo schema non muterebbe: la ripartizione di attribuzioni tra i consiglieri è fatta con deleghe; verosimilmente, la delega per i controlli interni verrebbe attribuita ad uno o più consiglieri che riferiranno al consiglio.

Al consiglio di sorveglianza, invece, spetta la vigilanza sul sistema di controllo interno che, nel sistema tradizionale, compete al collegio sindacale. Si ricordino gli argomenti usati per l'interpretazione dell'art. 2403, comma 1, cui l'art. 2409-*terdecies* fa rinvio per indicare le funzioni del consiglio di sorveglianza. In definitiva, anche nel sistema dualistico si hanno due livelli di monitoraggio sul sistema di controlli interni creato dai consiglieri esecutivi responsabili: il primo consiste nelle valutazioni di adeguatezza di tale sistema fatte dal consiglio di gestione in sede collegiale; il secondo nella vigilanza operata dal consiglio di sorveglianza, alla stregua di quanto fatto dal collegio sindacale nel sistema tradizionale.

C. **Sistema monistico**

Nel sistema monistico “l'amministrazione ed il controllo [sono] esercitati rispettivamente dal consiglio di amministrazione e da un comitato costituito al suo interno” (art. 2409-*sexiesdecies*).

1. Consiglio di amministrazione e comitato di controllo

Al consiglio di amministrazione si applica largamente la disciplina prevista per il medesimo organo nel sistema tradizionale (art. 2409-*noviesdecies*). Un requisito particolare riguarda la composizione del consiglio, i cui componenti devono essere, per almeno un terzo del totale, in possesso di requisiti di indipendenza (art. 2409-*septiesdecies*, comma 2). Ciò è funzionale alla formazione, all'interno del consiglio, di un comitato di controllo che sia composto esclusivamente di consiglieri in possesso dei medesimi requisiti (art. 2409-*octiesdecies*, comma 2). Per il resto, il consiglio di amministrazione nel sistema monistico ha caratteristiche operative e funzionali analoghe a quelle del medesimo organo nel sistema tradizionale. Va ribadita, pertanto, la prevalenza dei compiti di monitoraggio tra quelli propri del consiglio di amministrazione. Deve anche essere confermata la dialettica tra amministratori esecutivi e non-esecutivi: ai secondi spettano, oltre al conferimento delle deleghe ed all'eventuale revoca delle stesse, valutazioni in merito agli assetti organizzativi, alle strategie ed all'andamento gestionale.

Al comitato per il controllo della gestione sono attribuiti compiti in verità più limitati di quanto la sua denominazione farebbe intendere (il riferimento al “controllo della gestione” era giustificato da precedenti formulazioni della disciplina in materia, che attribuivano al comitato in esame competenze più estese). Anzitutto, il comitato “vigila sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo e contabile, nonché sulla sua idoneità a rappresentare correttamente i fatti di gestione” (art. 2409-*octiesdecies*, comma 5). Rispetto ai doveri del collegio sindacale (estesi al consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico), giustamente non compare la vigilanza sull'azione amministrativa dal punto di vista di legge, statuto e principi di corretta amministrazione. Non va dimenticato che il comitato di controllo è interno al consiglio e che il consiglio nel suo complesso ha già compiti di monitoraggio. Sono, invece, enfatizzati – rispetto all'art.

2403, comma 1, in tema di doveri del collegio sindacale – i controlli sull’assetto organizzativo, amministrativo e contabile: si fa specifico riferimento, per il comitato di controllo, alla struttura organizzativa, al sistema di controllo interno e al sistema amministrativo e contabile come oggetti di vigilanza. Inoltre, il comitato di controllo svolge i compiti che gli siano affidati dal consiglio di amministrazione “con particolare riguardo ai rapporti con i soggetti incaricati del controllo contabile” (art. 2409-*octiesdecies*, comma 5, lett. c). Si tratta di compiti fondamentali che attengono all’indipendenza dei revisori ed al monitoraggio sul lavoro svolto dai medesimi.

2. *Controlli interni*

Il sistema dei controlli interni trova agevole collocazione nel modello monistico. L’attuazione di tale sistema spetta all’organo delegato, mentre la vigilanza del sistema medesimo e del suo funzionamento spetta al comitato di controllo. Ciò non esclude una competenza dell’organo consiliare quanto al monitoraggio dei controlli interni. In effetti, anche al sistema monistico si applica l’art. 2381, comma 3, il quale prevede che il consiglio di amministrazione “sulla base delle informazioni ricevute valuta l’adeguatezza dell’assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società”. Conseguentemente, il consiglio eserciterà una supervisione sul sistema di controlli interni alla luce delle informazioni fornite sia dal *management* (responsabile dell’attuazione del sistema in commento) che dal comitato di controllo, responsabile della vigilanza sul sistema medesimo.

3. *Valutazione della riforma*

Se si guarda alla riforma del diritto azionario dal punto di vista dei controlli interni, alcune delle novità introdotte sono significative. Anzitutto, il ricorso al sistema monistico di amministrazione comporta una semplificazione non

trascurabile sul piano della supervisione dei controlli interni. È vero, infatti, che il comitato di controllo esplica una vigilanza simile a quella del collegio sindacale. Non va trascurato, peraltro, che questo comitato è composto di consiglieri e che gli stessi riferiscono al consiglio di amministrazione in merito ai controlli effettuati. I compiti di monitoraggio risultano, quindi, semplificati rispetto al sistema di governo societario tradizionale. Prova ne sia che nel sistema tradizionale si è avvertita l'esigenza di costituire un comitato di controllo per agevolare i compiti del consiglio, come raccomandato dal codice di autodisciplina. Non vi è dubbio che tra comitato di controllo e collegio sindacale si creano oggi sovrapposizioni nel monitoraggio dei controlli interni, anche se queste paiono inevitabili non potendo il collegio sindacale sostituire il comitato di controllo nell'attività istruttoria di deliberazioni che competono al consiglio. In buona sostanza, l'eliminazione del collegio sindacale (attuata dal sistema monistico) porta all'interno del consiglio la vigilanza sul sistema di controllo interno, rendendone in via principale responsabile l'apposito comitato e lasciando al consiglio una valutazione d'insieme.

Inoltre, la riforma del diritto societario enfatizza il ruolo dei delegati nell'attuazione del sistema di controllo interno con riferimento a tutti e tre i sistemi di *governance*. Come cercherò di dimostrare in altra occasione, ciò riflette un *trend* internazionale ben esemplificato dalla recente riforma americana (*Sarbanes-Oxley Act* del 2002). I fallimenti dei sistemi di controllo interno, ai quali si è assistito nello scandalo Enron ed in casi consimili, hanno dimostrato che la vigilanza dei consigli di amministrazione e dei comitati di *audit* non è sufficiente: si devono anche responsabilizzare i *managers*, precisandosi che la progettazione, gestione e supervisione dei sistemi di controllo interno è compito degli stessi *C.E.O.*, che devono impegnarsi in questa materia pena pesanti responsabilità.

Dott. Francesco M. FRASCA,
Capo del Servizio Concorrenza, Normativa e Affari
Generali di Vigilanza della Banca d'Italia

La riforma del diritto societario impatti sul sistema bancario e sull'ordinamento del credito e della finanza

1. Premessa

1.1 Con l'adozione del decreto delegato del 17 gennaio 2003, n.6, si realizza, dopo oltre 60 anni dalla promulgazione del Codice civile del 1942, la più significativa riforma del diritto societario italiano, sia pure circoscritta alle società di capitali e cooperative. Si tratta di un intervento organico, con un forte impatto innovativo, diretto a soddisfare esigenze di crescita e di internazionalizzazione delle nostre imprese.

L'obiettivo della riforma è mettere a disposizione delle imprese un quadro normativo che, tenendo conto delle loro caratteristiche dimensionali, proprietarie e operative, ne favorisca lo sviluppo e la capacità concorrenziale.

Nel momento attuale, come si legge nella memoria rassegnata nel novembre scorso dalla Banca d'Italia alle Commissioni permanenti della Camera dei Deputati e del Senato, la regolamentazione è, più che nel passato, strumento di politica economica; a livello nazionale, infatti, si sono ristretti i margini di manovra delle altre leve utilizzate per favorire la crescita (cambio, spesa pubblica, tassi di interesse). L'integrazione dei mercati e la moneta unica accrescono, a un tempo, le opportunità di sviluppo e la pressione della concorrenza.

L'impostazione della riforma è ampiamente condivisibile. E' prematuro formulare giudizi puntuali sull'efficacia delle soluzioni normative prescelte: l'esperienza applicativa, unitamente alle riflessioni degli addetti ai lavori, consentirà di

mettere a fuoco eventuali aspetti che richiedano interventi, modifiche, miglioramenti.

L'introduzione di alcuni istituti molto innovativi, rispetto agli schemi tradizionali del diritto commerciale italiano, sollevano incertezze circa il loro effettivo utilizzo da parte delle imprese e l'adeguatezza della disciplina che li riguarda⁽¹⁾.

In sede di commento della nuova legge, come sempre avviene in occasione di riforme di ampia portata, tendono a contrapporsi le opinioni di chi insiste sulle occasioni di innovazione non colte e quelle di chi, al contrario, esprime preoccupazione per l'abbandono degli schemi tradizionali, più conosciuti e collaudati.

Personalmente ritengo che si debba apprezzare il tentativo del legislatore di arricchire l'ordinamento italiano di istituti, mutuati dalle esperienze estere, che rappresentano novità importanti rispetto alla nostra tradizione giuridica e costituiscono i presupposti per un graduale passaggio a un futuro diritto societario europeo.

Il nuovo testo legislativo propone una pluralità di modelli societari in modo da fornire riferimenti normativi distinti per le imprese piccole, medie e grandi; conferisce carattere organico e autonomo alla disciplina delle s.r.l.; gradua l'imperatività delle norme anche con riguardo alle s.p.a., per tenere conto delle dimensioni, degli assetti proprietari e delle modalità di finanziamento delle imprese e delle connesse, diverse, esigenze di tutela; attribuisce maggiore articolazione ai sistemi di governo societario; amplia le scelte di finanza;

¹ In particolare, si fa riferimento, da un lato, ai diversi modelli di amministrazione e controllo introdotti con la riforma, dall'altro, alla disciplina dei patrimoni destinati che interagisce con altri organici complessi di norme - diritto fallimentare, regolamentazioni di settore - che dovranno essere coerentemente modificati.

semplifica norme e procedure; fornisce una prima regolamentazione per i gruppi di imprese.

Ne deriva, nel complesso, un diritto societario che valorizza il carattere imprenditoriale delle società, più rispettoso delle scelte dei soci, capace di comporre in modo più efficiente i conflitti interni alle società e ai conglomerati societari, orientato alla crescita e alla competitività delle imprese.

Le scelte di fondo sono in linea con l'evoluzione del diritto societario negli altri paesi industrializzati e con i suoi prevedibili sviluppi a livello comunitario. Le riforme attuate o in corso di realizzazione in altri paesi dell'Unione sono volte a diversificare le regole per l'esercizio dell'impresa a base capitalistica, graduare la disciplina in relazione alle caratteristiche della base sociale e alle forme di finanziamento, ampliare l'autonomia statutaria.

Il miglioramento della *governance* delle società, soprattutto di quelle aperte al mercato, costituisce una delle misure suggerite dal Rapporto Winter e dal Piano d'azione redatto dalla Commissione europea per ammodernare il diritto societario in Europa. Gli interventi proposti in questi studi, che si basano su una maggiore trasparenza delle prassi e delle regole di governo societario, rafforzano il ruolo del mercato nel promuovere la convergenza dei diversi sistemi giuridici verso strutture più efficienti e rimarcano l'accresciuta rilevanza del fattore giuridico ai fini della concorrenza all'interno dell'Unione europea.

2. Impatto della riforma sul sistema bancario e finanziario

La nuova disciplina civilistica, data la sua portata generale, troverà applicazione anche nei confronti di banche e intermediari finanziari. Le banche saranno interessate dalla riforma in quanto imprese esercitate in forma societaria e potranno giovare delle opportunità offerte da una disciplina

che, come già detto, pone la massima attenzione nel valorizzare l'imprenditorialità, la competitività e l'autonomia organizzativa delle imprese.

Le banche, inoltre, in quanto controparti delle imprese nella veste di finanziatrici dirette e di operatori specializzati, dovranno tenere conto delle scelte organizzative e operative di cui le singole imprese decideranno di avvalersi per lo svolgimento della loro attività.

La nuova disciplina comporta l'adeguamento di regolamentazioni complesse e organiche (mi riferisco alle normative concernenti banche, altri intermediari finanziari, società quotate, soggetti emittenti titoli), oggetto negli ultimi dieci anni di una vasta opera di ammodernamento e razionalizzazione, articolate su più fonti di produzione normativa, in continua evoluzione, e, per numerosi profili, vincolate al rispetto di principi di derivazione internazionale.

Per diversi aspetti non sarà sufficiente modificare la normativa secondaria: si prospetta la necessità di interventi legislativi di coordinamento sulla legislazione speciale, che, nel rispetto dell'impianto e delle peculiarità di quest'ultima, siano volti ad adattare l'applicazione della normativa generale alle specifiche esigenze dei settori vigilati.

L'intento dell'Autorità di vigilanza, nella sua funzione di regolamentazione, sarà quello di assicurare il perseguimento degli obiettivi di sana e prudente gestione degli intermediari in un contesto caratterizzato dal maggior grado di autonomia riconosciuto agli operatori.

Nel breve tempo a disposizione non esaminerò tutti gli aspetti della riforma rilevanti per l'ordinamento bancario e finanziario; su questi un gruppo di lavoro costituito all'interno dell'Istituto sta svolgendo approfondimenti. Mi soffermerò, invece, su alcuni degli elementi di maggiore interesse che sono stati oggetto di riflessione anche durante i lavori preparatori della riforma.

3. Banche come s.p.a.

3.1 Società aperte e chiuse.

Anche per le banche costituite in forma di società per azioni, un primo elemento da considerare riguarda la distinzione introdotta dalla nuova disciplina tra società "aperte" e "chiuse", o - utilizzando la formulazione della legge - tra le società che ricorrono e quelle che non ricorrono al mercato del capitale di rischio.

Si tratta di una distinzione che non dovrebbe determinare effetti specifici per le banche.

La disciplina delle società aperte è analoga, in gran parte, a quella adottata con il Testo unico della finanza per le società quotate. Rispetto alle società chiuse è prevista una diversa combinazione tra norme inderogabili e derogabili (la cui applicazione è rimessa all'autonomia statutaria) per la tutela degli interessi di investitori quando la compagine sociale è ampia e tendente ad assicurare il corretto funzionamento del mercato.

La circostanza che per numero di soci la maggioranza delle banche - escluse le popolari trasformate e quelle quotate - non sembrano rientrare, in base ai dati disponibili, tra le società a capitale diffuso non si traduce in un minore rigore delle regole di *governance*, quanto nella previsione di norme che meglio si attagliano alla realtà di imprese il cui numero di soci è contenuto, connotate, tra l'altro, dall'assenza di un mercato delle azioni.

Infatti, le differenze normative maggiori tra società "aperte" e "chiuse" riguardano le diverse percentuali di capitale necessarie per esercitare il complesso dei poteri di intervento attivo (la cosiddetta *voice*) attribuiti agli azionisti⁽²⁾ e le possibilità di ricorso al recesso (diritto di exit). Nelle società chiuse, l'esercizio dei diritti di *voice* è subordinato al

² Si fa riferimento alla disciplina dell'assemblea e dell'annullabilità delle deliberazioni, all'azione di responsabilità delle minoranze, alla denuncia al collegio sindacale e al tribunale.

possesso di percentuali di capitale coerenti con un grado di concentrazione della proprietà, di norma più elevata; per il diritto di recesso, data l'inesistenza di un mercato delle azioni di queste società, è previsto un più ampio utilizzo di questo strumento.

3.2 Governo societario

Il concetto di *corporate governance* ha molteplici accezioni. Nel suo significato più ampio, esso ricomprende non solo il sistema di regole che disciplinano i rapporti fra azionisti, amministratori, direzione e altri soggetti interessati all'attività dell'azienda, raggruppati nella denominazione di *stakeholders*, ma anche l'insieme di leggi, regolamenti di mercato e modalità operative che consentono a una società di attrarre capitale e perseguire l'efficienza operativa.

Un buon governo societario tutela l'investitore, le gestioni aziendali. Le banche sono al centro del processo di intermediazione fra risparmio e investimenti; rappresentano l'essenza del sistema dei pagamenti; sono esposte al rischio di instabilità finanziaria. Il ruolo svolto nel sistema economico ed esigenze di vigilanza hanno richiesto per le banche specifiche regole di *corporate governance* indipendentemente e in anticipo rispetto a quelle relative ad altre imprese.

Il processo di privatizzazione e ristrutturazione che ha interessato le banche dei diversi paesi europei ha reso più uniforme il quadro normativo della loro *corporate governance* rispetto a quello delle altre imprese.

La riforma ridisegna in modo complessivo la *governance* delle società per azioni attraverso modifiche - che riguardano il sistema di amministrazione, il ruolo degli organi di controllo, la disciplina dell'assemblea e i poteri delle minoranze - ispirate all'obiettivo di garantire una gestione più efficiente dell'impresa sociale.

Da un lato, il ruolo della funzione gestoria è accentuato e valorizzato: vi concorrono la scelta - lasciata all'autonomia statutaria - tra più modelli di amministrazione e controllo; la

più rigorosa disciplina del conflitto di interessi; la migliore definizione dei compiti attribuiti all'organo amministrativo e agli amministratori delegati e la più efficiente interazione tra questo e quelli; l'attribuzione in via esclusiva all'organo amministrativo della responsabilità della gestione sociale.

Dall'altro, la disciplina degli organi di controllo, le nuove norme in tema di *quorum* assembleari e il complesso dei diritti di *voice* attribuiti alle minoranze azionarie tendono a rafforzare i meccanismi di verifica sull'azione del *management*.

La legge prevede, oltre al sistema tradizionale, altri due modelli, in parte mutuati dagli ordinamenti tedesco e anglosassone.

Si tratta di sistemi nuovi per il diritto italiano, che si caratterizzano per le modalità di nomina dei soggetti cui spetta la gestione dell'impresa o il controllo della gestione stessa, nonché per le diverse funzioni loro attribuite.

Nel modello dualistico, il consiglio di sorveglianza, nominato dai soci, esercita alcune funzioni che nel modello tradizionale sono assegnate all'assemblea; effettua il controllo della gestione; nomina il consiglio di gestione, cui spettano i compiti di amministrazione dell'impresa.

Nel modello monistico, l'assemblea nomina il consiglio di amministrazione cui è affidata la gestione della società, mentre le funzioni di controllo sono svolte da un comitato composto da amministratori indipendenti e designato dallo stesso consiglio al suo interno.

Organi articolati in modo così differente riflettono diversità profonde degli ordinamenti, dei mercati, delle modalità di partecipazione al capitale delle imprese. Nonostante le differenze, pur significative, i vari modelli tendono a garantire una gestione efficiente dell'impresa e un adeguato controllo sugli amministratori.

Il legislatore della riforma non ha subordinato l'adozione di un modello alla presenza di determinate condizioni, ma ha rimesso la facoltà di scelta alla libera determinazione dei soci. Tale scelta - data la non comprovata superiorità di un sistema rispetto agli altri - consente all'impresa di optare per

il modello che più si adatta alla propria struttura proprietaria e al contesto in cui intende operare.

Per le banche, la scelta deve conciliarsi con le specifiche regole di *governance* che caratterizzano la disciplina speciale del settore.

E' nota la rilevanza che, ai fini di una sana e prudente gestione, la Vigilanza attribuisce a una corretta articolazione dei compiti e delle responsabilità degli organi sociali e a un sistema di controlli attivo e affidabile.

La valorizzazione del ruolo della funzione gestoria, tratto comune a tutti i modelli, è pienamente coerente con l'impostazione della disciplina di vigilanza. Già oggi la normativa del settore bancario, anticipando in gran parte le innovazioni introdotte con la riforma, attribuisce la responsabilità esclusiva della gestione sociale al consiglio di amministrazione, alla cui competenza è riservata, oltre alle principali decisioni, la definizione delle linee strategiche dell'attività; ne consegue che esso è il primo destinatario degli interventi di vigilanza.

Quanto alla funzione di controllo, essa rappresenta un fattore determinante per garantire la gestione sana e prudente della banca. In tale ambito, le Istruzioni di vigilanza hanno valorizzato il ruolo del collegio sindacale e, precorrendo i contenuti dell'attuale riforma, hanno attribuito a questo organo il compito di controllare, da un punto di vista sostanziale, la regolarità e la legittimità della gestione, di assicurare il rispetto delle norme che disciplinano l'attività della banca e di preservarne l'autonomia.

Dalla rilevanza delle funzioni assegnate discende che il collegio sindacale è referente diretto dell'Autorità di vigilanza: è tenuto a comunicare le irregolarità gestionali o le violazioni di norme che abbia riscontrato e a fornire ogni informazione che gli venga richiesta.

Il rafforzamento della funzione di controllo sul *management* previsto dalla nuova disciplina e la separazione, in via ordinaria, del controllo contabile da quello gestionale costituiscono innovazioni del tutto conformi agli obiettivi di vigilanza.

La previsione, nei modelli monistico e dualistico, di organi di controllo diversi dal collegio sindacale (comitato per il controllo sulla gestione, nel primo caso; consiglio di sorveglianza, nel secondo), non potrà risolversi in una diminuzione dell'efficacia del controllo; la disciplina dovrà assicurare sia l'equivalenza delle funzioni attribuite ai nuovi organi, rispetto al collegio sindacale, sia analoghi requisiti di indipendenza e stabilità.

3.3 Struttura finanziaria

Un secondo segno distintivo della riforma riguarda l'ampliamento dei canali di finanziamento delle società per azioni: è consentita una più ampia diversificazione dei diritti connessi con le azioni; vengono espressamente menzionate nuove categorie di titoli; sono previsti nuovi strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali e amministrativi liberamente definiti dallo statuto; il ricorso alla raccolta obbligazionaria viene permesso entro limiti più ampi o, per le società quotate, senza alcun limite; la disciplina sui patrimoni dedicati consente di isolare una parte del patrimonio o dei proventi della società e di calibrare su questi le pretese creditorie.

A queste novità se ne aggiungono altre che incidono indirettamente sulle banche, e delle quali parlerò successivamente, in tema di emissioni di obbligazioni.

L'azione conserva il suo ruolo centrale nel rappresentare la partecipazione sociale, ma presenta caratteristiche diverse dal titolo azionario fino a oggi noto al nostro sistema giuridico. Da un punto di vista formale, potrà essere priva di valore nominale, esprimendo così non più un valore assoluto, ma una percentuale rapportata al numero totale di azioni emesse.

Sotto un profilo sostanziale, le possibili deviazioni dal principio "un'azione = un voto", limitate nel sistema previgente alle sole ipotesi delle azioni a voto limitato nell'assemblea straordinaria e alle azioni di risparmio (ammesse solo per le società quotate), sono state ampliate.

E' stata ampliata la possibilità di attribuire diritti

patrimoniali diversificati; si configurano, tra le altre, azioni postergate nelle perdite e azioni correlate ai risultati in un determinato settore.

E' stato eliminato - quanto meno con riferimento alle società non quotate in mercati regolamentati - il necessario bilanciamento tra limitazioni del diritto di voto e privilegi patrimoniali ⁽³⁾.

Sono, poi, previsti nuovi "strumenti finanziari" che, pur non attribuendo lo *status* di socio, hanno contenuto partecipativo, potendo consentire al loro possessore l'esercizio di alcuni diritti amministrativi suscettibili di incidere sulla gestione della società, quali, ad esempio, il diritto di voto su argomenti specificamente indicati o la nomina di un componente dell'organo di controllo.

Le opportunità offerte da questi strumenti sono diverse: possono, ad esempio, rappresentare un mezzo di partecipazione dei dipendenti all'attività della banca, che si affianchi alla formula della stock – option, peraltro limitata ai risultati di gestione; costituire il corrispettivo di apporti di terzi, cui non si voglia o non si possa attribuire la qualità di socio; essere la misura della partecipazione al patrimonio dedicato e consentire al loro possessore l'esercizio di diritti sulle operazioni cui il patrimonio stesso è destinato.

Pur avendo presenti le incertezze interpretative poste dalla disciplina - in gran parte inevitabili considerato il suo carattere innovativo - la strumentazione prevista sembra ricca di potenzialità: le diverse categorie di azioni avranno un contenuto variabile, la cui determinazione in concreto è rimessa alle esigenze degli operatori.

In sostanza, la nuova disciplina sembra riconoscere ad alcuni soggetti, oltre agli azionisti, la possibilità di incidere sulla gestione sociale.

3 Per esplicita ammissione legislativa sono configurabili azioni del tutto prive di voto, a voto limitato a particolari argomenti o con diritto di voto subordinato al verificarsi di condizioni, purché non meramente potestative. Sotto il profilo dei diritti patrimoniali, si ipotizzano: azioni postergate nelle perdite; azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati in un determinato settore.

L'elasticità della struttura finanziaria delineata per le s.p.a. offre anche alle banche opportunità che possono ampliare la schiera dei soggetti interessati a partecipare all'impresa.

L'emissione di strumenti finanziari a contenuto partecipativo, anche quale corrispettivo di conferimenti in opere o servizi, potrà consentire di realizzare utili sinergie con il settore industriale.

Fino a oggi, le esigenze di tutela della separatezza banca - industria limitavano la possibilità per i soggetti non finanziari di conferire capitale all'impresa bancaria, poiché ciò implicava un coinvolgimento nella gestione dell'attività. Per evitare questo coinvolgimento, l'attuale disciplina di vigilanza fissa limiti percentuali alle quote di capitale detenibili dal socio industriale; per ovviare alle limitazioni derivanti da tale previsione sono state avanzate proposte basate sulla costituzione di diritti reali sulle relative azioni (pegno o usufrutto) che attribuiscono a soggetti terzi il diritto di voto.

L'emissione di azioni o di altri strumenti finanziari partecipativi, strutturati in modo da conferire soltanto diritti patrimoniali o il potere di influire su alcune specifiche scelte gestionali, potrebbe consentire alle banche di avvalersi della collaborazione di soggetti industriali - in grado di offrire i mezzi e le conoscenze specialistiche necessari per lo sviluppo dell'attività bancaria nei settori a più elevato tasso di complessità tecnica - senza per questo compromettere l'autonomia operativa e l'efficienza allocativa dell'attività bancaria.

Le nuove forme di apporto del capitale di rischio, l'accresciuta flessibilità del contenuto partecipativo e/o patrimoniale dei titoli azionari, l'introduzione di strumenti finanziari innovativi renderanno necessari adattamenti della disciplina, primaria e secondaria, sugli assetti proprietari delle banche.

Al fine di preservare l'autonomia della banca dall'influenza del settore industriale, sarà necessario verificare l'effettivo grado di ingerenza nella gestione, indipendentemente dalle percentuali di capitale eventualmente rappresentate dalle azioni detenute. Il nucleo attorno al quale andrà costruita la

nuova regolamentazione di vigilanza sarà costituito dalla valutazione del potere di influire in concreto sulla gestione della società, derivante dal possesso di una determinata categoria di azioni (che non escludano il diritto di voto) o di strumenti finanziari partecipativi.

Ritengo che in questo non agevole compito siano preziose le indicazioni desumibili dalla legislazione comunitaria, che, per tenere conto delle diversificate esperienze giuridiche cui si rivolge, detta una nozione di partecipazione qualificata che prescinde dal solo dato formale del possesso azionario e prende in considerazione l'effettiva influenza esercitata sulla società (4).

3.3.1 Nuovi strumenti finanziari e disciplina prudenziale

La maggiore flessibilità delle norme civilistiche per quanto concerne le modalità di finanziamento delle imprese e, in particolare, l'introduzione di strumenti ibridi (intermedi tra l'azione e il titolo di debito), potranno offrire nuove prospettive alle banche anche sotto il profilo della disciplina prudenziale.

Le banche, in quanto intermediari finanziari, già oggi presentano una struttura finanziaria molto articolata; la loro operatività, esposta a una molteplicità di rischi (di credito, di mercato e operativi), deve avere il supporto di una solida base patrimoniale.

La normativa di vigilanza ancora la leva finanziaria all'ammontare del patrimonio di vigilanza, rendendo in tal modo indispensabile per le banche accrescere la dotazione patrimoniale per sviluppare l'attività. La necessità di disporre di crescenti risorse finanziarie ha fatto sì che si siano già sviluppati nel comparto bancario strumenti ibridi, i quali - associando a caratteristiche tipiche dei titoli di debito alcuni elementi riferibili a quelli di capitale - sono inclusi in misura

4 Ovviamente non andrà sottovalutata la circostanza che a maggiori apporti di capitale corrisponde l'esercizio di un maggior potere di fatto sulla banca, che può anche prescindere dalla possibilità giuridica di votare in assemblea.

differenziata nel patrimonio di vigilanza.

Il nuovo contesto civilistico sembra consentire l'emissione di questi strumenti. Ciò non sarà privo di effetti per il sistema bancario: potranno essere proposti al mercato schemi di titoli ibridi, la cui configurabilità, nel previgente quadro normativo, era posta in dubbio. Verrebbe meno, così, la necessità del collocamento (in particolare per le cosiddette *preference shares*) per il tramite di una struttura estera, finora indispensabile per la mancanza di un quadro di riferimento certo.

L'Autorità di vigilanza sarà chiamata a valutare gli strumenti finanziari creati dalle banche soprattutto con riferimento alla capacità che essi presentano di assorbire i rischi di credito, di mercato e operativi, ai fini della loro inclusione nel patrimonio di vigilanza. Ciò, naturalmente, nell'ambito dei margini di flessibilità che la normativa internazionale (e in particolare le direttive europee) riconoscono alle Autorità nazionali in merito alla computabilità nei fondi propri di strumenti di tale natura.

3.3.2 Patrimoni separati

L'introduzione nel nostro ordinamento della disciplina dei patrimoni destinati a uno specifico affare, nelle forme alternative del "patrimonio destinato" e del "finanziamento destinato"⁽⁵⁾, rappresenta uno dei tratti più innovativi della riforma.

Il nuovo istituto consente la realizzazione anche nell'ordinamento italiano della "segregazione" patrimoniale all'interno della medesima società, senza dover ricorrere alla costituzione di un soggetto giuridico distinto, con conseguenti vantaggi in termini di eliminazione dei costi di costituzione, mantenimento o estinzione del soggetto stesso.

5 Il legislatore ha previsto due distinte ipotesi di separazione: la destinazione di un patrimonio in via esclusiva a uno specifico affare (2447 bis, comma 1, lett. a) e la destinazione dei proventi di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento relativo all'affare stesso (2447 bis, comma 1, lett. b) (cd. "finanziamento destinato").

Per le imprese sarà possibile avviare e sviluppare nuove iniziative, anche a elevato rischio o dai profili reddituali incerti, con un piano finanziario che non coinvolge l'intero patrimonio e non altera sostanzialmente l'assetto preesistente. La previsione di un limite complessivo (pari al 10 per cento del patrimonio netto) mira a evitare un'eccessiva frammentazione dell'attività d'impresa, preservandone la natura di attività organizzata per un fine unitario.

La limitazione della responsabilità patrimoniale, rappresentata dal patrimonio destinato, continua così a porsi come eccezione rispetto al principio generale del vincolo di soggezione generica del patrimonio dell'impresa alle pretese di tutti i suoi creditori in posizione di parità.

Attraverso il cosiddetto finanziamento destinato la società può negoziare condizioni che prescindono dal merito di credito dell'azienda nel suo complesso, ma che si legano alla qualità dell'affare, con conseguenti vantaggi in termini di flessibilità dei canali di finanziamento e di riduzione del costo dell'indebitamento.

Certamente la disciplina codicistica dei patrimoni destinati potrà considerarsi compiuta solo in seguito alla predisposizione della complementare disciplina fallimentare; si tratta di un'opera tutt'altro che semplice, già avviata nell'ambito dei lavori della apposita Commissione per la riforma delle procedure concorsuali, che dovrà confrontarsi con la novità assoluta dell'istituto e con l'esigenza di definire le complesse vicende dei rapporti tra dissesto dei patrimoni separati e dissesto della società nel suo insieme.

Le potenzialità di questo nuovo istituto appaiono di interesse per il settore bancario, ma il suo carattere di novità, derogatorio rispetto alla disciplina generale, e alcune incertezze interpretative richiedono valutazioni approfondite e un'apposita regolamentazione prudenziale.

Ai fini dell'effettivo rilievo dell'innovazione civilistica per il sistema bancario, è anzitutto importante individuare la portata del divieto di costituire patrimoni destinati per lo svolgimento di attività "riservate".

Si è dell'avviso che la norma intenda evitare che, attraverso

lo strumento dei patrimoni destinati, le società possano porre in essere comportamenti diretti ad aggirare la normativa a presidio delle riserve di attività. Nel caso delle banche, ad esempio, la costituzione di patrimoni separati non può consentire la violazione del divieto di offrire gestioni patrimoniali in monte. Qualora, invece, il vincolo dovesse intendersi diretto a impedire l'esercizio di attività riservate anche da parte di soggetti alle stesse abilitati, l'istituto rivestirebbe per le banche un interesse assai più contenuto.

Da un punto di vista prudenziale viene in considerazione l'esigenza di tutelare i creditori delle banche, *in primis* i depositanti, dalla cui garanzia patrimoniale viene sottratta una porzione di attivo specificamente destinata al soddisfacimento di un delimitato novero di creditori. Anche i creditori del patrimonio dedicato richiedono specifiche forme di tutela, poiché vengono privati della garanzia patrimoniale generica.

La disciplina di vigilanza dovrà, pertanto, stabilire i requisiti tecnici e gestionali che una banca dovrà possedere per intraprendere simili iniziative. L'obiettivo prioritario dovrà essere quello di evitare che aziende senza adeguata dotazione patrimoniale possano sottrarre gli attivi di migliore qualità alla garanzia patrimoniale generale.

Occorrerà verificare se la disciplina civilistica sui patrimoni destinati a uno specifico affare apra alle banche la possibilità di realizzare operazioni di emissione di cosiddette *covered bonds*, ovvero di titoli garantiti da una specifica porzione dell'attivo, sul modello delle *Pfandbriefe* tedesche. L'impressione è che a tali fini sia preferibile un'iniziativa legislativa *ad hoc*, per la quale la Banca d'Italia si è da tempo attivata.

La struttura e le finalità del nuovo istituto civilistico possono risultare non del tutto idonee all'emissione di *covered bonds*; si pensi, ad esempio, alla previsione del limite ancorato al patrimonio netto (10 per cento), entro il quale è ammessa la costituzione di patrimoni destinati, limite che potrebbe rivelarsi un fattore di ostacolo al raggiungimento della massa critica necessaria per competere sui mercati

internazionali, avuto presente che il successo delle *Pfandbriefe* tedesche è legato, in misura non secondaria, all'emissione di tranches di elevato ammontare (cosiddette *Jumbo*), che alimentano un mercato secondario spesso ed efficiente.

4. Gruppi

Tra le innovazioni della riforma va annoverata l'introduzione di una disciplina in materia di gruppi societari, seppure non espressamente menzionati e definiti, ma espressione delle norme relative alla direzione e al coordinamento di società.

Queste ultime prevedono - in parte codificando un orientamento già emerso in giurisprudenza - regole volte, da un lato, a superare le rigidità esistenti nel riconoscere l'interesse del gruppo come impresa unitaria e, dall'altro, a tutelare gli azionisti di minoranza e i creditori delle società che ne fanno parte.

Viene, in particolare, prevista la responsabilità della capogruppo nei confronti dei soci delle società soggette ad "attività di direzione e coordinamento" (nonché dei creditori delle medesime società) quando tale attività è esercitata violando i principi di "corretta gestione societaria e imprenditoriale"; la responsabilità è tuttavia esclusa quando il danno è mancante alla luce "del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento" o risulti "integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette": viene così realizzata l'emersione a livello legislativo della teoria dei cosiddetti "vantaggi compensativi".

La nuova disciplina è poi completata da disposizioni volte a imporre un'adeguata motivazione delle operazioni potenzialmente lesive degli interessi delle singole società; garantire pubblicità all'appartenenza di una società ad un gruppo; assicurare trasparenza ai rapporti patrimoniali intercorsi tra le società che di questo fanno parte.

Non è questa certamente la sede per entrare nel merito dei problemi che la nuova disciplina sembra porre né per fornire

una valutazione dell'idoneità e dell'efficacia degli strumenti previsti per realizzare quegli obiettivi di efficienza e di tutela ad essa sottesi. Vorrei, invece, soffermarmi sui possibili risvolti della nuova disciplina per il settore creditizio.

Il sistema creditizio italiano è strutturato in gruppi per ragioni organizzative dovute alla complessità delle attività svolte e all'esigenza di valorizzare il radicamento territoriale di banche facenti parte di conglomerati.

Nell'albo tenuto dal nostro Istituto sono iscritti 77 gruppi bancari. In media, ciascun gruppo comprende tre banche; escludendo quelli con una sola banca (43), la media sale a circa 6 banche per gruppo.

Il Testo unico bancario e le Istruzioni di vigilanza hanno regolato la fattispecie per finalità prudenziali (sana e prudente gestione estesa al gruppo, vigilanza su base consolidata), al fine di conseguire l'interesse, di natura pubblicistica, della stabilità del gruppo nel suo complesso.

La disciplina del gruppo creditizio si fonda sull'attribuzione di un forte potere direzionale alla capogruppo, al fine di assicurare la piena esecuzione delle istruzioni di vigilanza in materia di stabilità. Correlativamente, viene previsto l'obbligo per gli amministratori delle società del gruppo di fornire alla capogruppo ogni dato e informazione per l'emanazione delle disposizioni e la necessaria collaborazione per il rispetto delle norme sulla vigilanza consolidata. In tale modo, si vuole assicurare all'interno del gruppo la circolazione delle informazioni, controlli coordinati e integrati, la valutazione unitaria delle posizioni di rischio assunte dalle varie unità del gruppo.

Gli obblighi imposti dalle nuove norme civilistiche non si pongono in contrasto con gli obiettivi della stabilità complessiva e di corretto funzionamento del gruppo bancario.

L'esigenza di un governo equilibrato del gruppo è già prevista dall'attuale disciplina del settore creditizio: le Istruzioni di vigilanza, ispirandosi alle menzionate posizioni della giurisprudenza, richiedono infatti che l'attività di direzione e coordinamento della capogruppo sia improntata a criteri di equità e ragionevolezza. Siffatti criteri costituiscono

un presupposto imprescindibile di sana e prudente gestione delle società del gruppo, anche a tutela dei loro creditori e, in primo luogo, dei risparmiatori.

5. Banche cooperative

La legge tratta in modo specifico le società cooperative e le banche costituite in tale forma. Il nuovo diritto societario - senza entrare nel merito delle scelte compiute - incide sul trattamento giuridico della cooperazione: sancisce espressamente lo scopo mutualistico di tutte le società cooperative; individua la particolare categoria delle cooperative a "mutualità prevalente"; prevede procedure di ingresso e di uscita dalla categoria; estende alle cooperative novità e istituti tipici delle s.p.a.

La riforma apporta poi innovazioni - ad esempio, in tema di gruppo cooperativo - che potrebbero essere utilmente impiegate per superare alcuni problemi, soprattutto di *governance*, che spesso ostacolano i processi di aggregazione in corso nel settore.

La riforma non riguarda per il momento le banche: seguendo le indicazioni della delega, il legislatore ha esentato B.C.C. e banche popolari dall'applicazione della nuova normativa. E' evidente che si tratta di una soluzione transitoria: l'applicazione *sine die* del regime previgente alle banche non risponderebbe a una corretta politica del diritto e si risolverebbe in un danno per la categoria, la quale non beneficerebbe di un quadro regolamentare più flessibile e adeguato alla realtà economica della cooperazione nelle sue diverse configurazioni.

E' pertanto immaginabile e auspicabile che il legislatore intervenga quanto prima per estendere al settore bancario l'applicazione della riforma, seppure considerandone le specificità, motivo dell'attuale esclusione.

Le specificità riguardano, in primo luogo, due forme di banche cooperative, nettamente distinte quanto a propensione mutualistica e radicamento territoriale. Si tratta di due modelli entrambi validi, capaci di rispondere a esigenze

diverse del tessuto produttivo e sociale del Paese.

Il modello delle banche popolari arricchisce l'articolazione del nostro sistema bancario, collocandosi in una posizione intermedia tra il modello mutualistico proprio delle banche di credito cooperativo e quello lucrativo, che connota le s.p.a. La normativa vigente, infatti, fa di questi soggetti un tipo *sui generis*, frutto di un incontro tra la categoria della cooperazione e quella della *public company*. Una commistione del tutto originale che ha complessivamente dato buona prova di sè.

La riforma, nell'ampliare le possibilità organizzative delle cooperative, estende al modello cooperativo numerosi elementi della nuova regolamentazione delle società lucrative. Se si vuole mantenere la collocazione delle "popolari" tra i soggetti che coniugano finalità e assetti organizzativi mutualistici e lucrativi è necessario che siano loro estesi questi aspetti della nuova disciplina.

L'intervento del legislatore in materia di banche cooperative, reso necessario dalla riforma del diritto societario, potrà altresì costituire l'occasione per comporre i diversi indirizzi ai quali si ispirano le proposte di modifica della disciplina sulle banche popolari attualmente contenute in numerosi progetti di legge all'attenzione del Parlamento.

Per le banche di credito cooperativo l'esclusione dalla riforma non è assoluta, come per le popolari: a esse, infatti, è dedicata un'apposita disposizione che recita: "le banche di credito cooperativo che rispettino le norme delle leggi speciali sono considerate cooperative a mutualità prevalente".

Qualche incertezza interpretativa deriva da tale qualificazione, che può apparire, per certi versi, contraddittoria con la contestuale esclusione delle B.C.C. dall'applicazione delle norme previste per la categoria delle cooperative a mutualità prevalente. L'indicazione del legislatore potrebbe essere intesa come volta a conferire alle B.C.C. detta qualificazione per ragioni di ordine sistematico, assicurando, fin d'ora, che esse siano comprese nel perimetro di future disposizioni, anche fiscali, che facciano riferimento alle cooperative "a mutualità prevalente".

La riforma per le B.C.C. si inserisce in un contesto normativo assai complesso e stratificato nel tempo, che rende difficoltoso il coordinamento con la normativa di settore⁶. L'ulteriore intervento normativo in materia dovrà perseguire una duplice finalità: ricostruire una regolamentazione della categoria coerente, sul piano sistematico; coordinare il dettato del nuovo codice civile con la peculiare disciplina delle B.C.C.

La riforma, inoltre, apporta innovazioni - ad esempio, in materia di gruppo cooperativo - che potrebbero essere utilmente impiegate per superare alcuni problemi organizzativi spesso di ostacolo ai processi di aggregazione e alle iniziative di cooperazione in corso nel settore delle banche aventi natura cooperativa.

6. Banche come controparti delle imprese

Le novità introdotte con la riforma appaiono in grado di incidere, sotto diversi profili, sul rapporto tra imprese e gli intermediari che, a vario titolo, le finanziano.

L'adozione di un sistema di governo societario che prevede ampi margini di autonomia statutaria, particolarmente significativi per le società a responsabilità limitata, richiede alle banche un attento esame delle scelte di *governance* in concreto espresse dalle imprese finanziate, essendo questo un elemento rilevante nelle scelte allocative degli intermediari.

Inoltre, dovrà essere consentito agli intermediari un controllo su operazioni potenzialmente lesive degli interessi degli intermediari stessi. Al riguardo si fa riferimento ai possibili riflessi sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria delle imprese, e sulla connessa posizione dei loro finanziatori, derivanti dal ricorso al nuovo istituto del patrimonio dedicato o dall'ampliamento della facoltà di recesso da parte dei soci.

Novità di rilievo attengono anche alla nuova disciplina

6 In particolare alla luce dei recenti interventi normativi sulla vigilanza cooperativa e sulla devoluzione ai fondi mutualistici del patrimonio residuo, in caso di perdita dei "requisiti".

delle obbligazioni. Sulla scia di una tendenza diffusa in altri paesi industrializzati - che risponde alle esigenze manifestate dal mondo delle imprese di diversificare i canali di finanziamento procurandosi direttamente sul mercato capitale di debito - il legislatore della riforma ha notevolmente aumentato le possibilità di ricorso all'indebitamento attraverso l'emissione di valori mobiliari. Le nuove opportunità offerte alle imprese tendono a riequilibrare l'asimmetria esistente tra il ricorso al credito bancario e il finanziamento diretto sul mercato.

La *ratio* comune a tutte le fattispecie, che riducono la portata della riserva di raccolta a favore delle banche, risiede nell'esistenza di situazioni idonee ad assicurare ai risparmiatori gradi di fiducia nella solvibilità dell'emittente, assimilabili alla fiducia accordata all'attività bancaria in considerazione della professionalità delle banche e dei controlli di vigilanza, cui queste sono sottoposte.

L'ampliamento interessa innanzitutto la grande impresa: le società quotate, in forza del penetrante scrutinio dei mercati e degli obblighi di trasparenza cui sono assoggettate, potranno emettere obbligazioni senza limite di importo, purché i titoli vengano poi a loro volta quotati su un mercato regolamentato.

Per le società per azioni non quotate - in larga misura imprese di piccole e medie dimensioni, la cui struttura del passivo si caratterizza per la prevalenza di finanziamenti bancari, per lo più a scadenza ravvicinata - l'emissione obbligazionaria presso il pubblico viene consentita entro un limite generale pari al doppio del patrimonio. Ammontari superiori potranno essere collocati esclusivamente presso soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale; in quest'ultimo caso, se le obbligazioni escono dal circuito degli investitori qualificati, questi sono tenuti a garantire la solvenza della società.

In maniera analoga, alle s.r.l. è consentita l'emissione di titoli di debito esclusivamente presso soggetti qualificati, che, in caso di circolazione dei titoli presso il pubblico, rispondono con il proprio patrimonio.

La Banca d'Italia - nelle diverse sedi in cui è stata chiamata

a contribuire ai lavori per il nuovo diritto societario - ha espresso la convinzione che in un sistema finanziario maturo i canali di finanziamento delle società debbano essere il più possibile diversificati, a beneficio dell'equilibrio della struttura finanziaria dell'impresa, della concorrenza, delle opportunità offerte agli investitori.

Vorrei ricordare che per quanto attiene, in particolare, all'emissione di titoli obbligazionari, l'Istituto aveva espresso una posizione in linea con quanto previsto negli altri paesi industrializzati: rimuovere i limiti quantitativi, imponendo elevati standard di trasparenza e correttezza dei comportamenti ogni qual volta i titoli siano collocati o comunque venduti al pubblico.

La scelta del legislatore di non aderire a tale impostazione, che appariva più corretta da un punto di vista teorico, è stata probabilmente condizionata da fattori contingenti, che hanno consigliato l'adozione di soluzioni più "prudenti".

Un altro profilo da considerare nel valutare i riflessi del nuovo diritto societario sul sistema finanziario riguarda il ruolo che gli investitori istituzionali possono svolgere nel governo delle società quotate. Le norme introdotte dalla riforma in tema di diritto di intervento ed esercizio del diritto di voto contribuiscono a eliminare alcuni elementi che possono avere frenato la presenza in assemblea di investitori istituzionali. Mi riferisco, in particolare, all'eliminazione del preventivo deposito delle azioni (o della relativa certificazione) ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto, unitamente alla previsione che permette l'intervento in assemblea anche attraverso l'utilizzo di mezzi di telecomunicazione.

Conclusioni.

Come ho indicato all'inizio di quest'esposizione, la riforma del diritto societario è diretta ad accrescere la competitività del sistema economico, stabilendo regole chiare ed efficienti sui ruoli e sulle responsabilità di chi gestisce e di chi controlla la gestione, ampliando la possibilità di indirizzare le

risorse verso il sistema produttivo.

Anche le banche sono interessate a questo processo come operatori che dovranno agire in un contesto che subirà cambiamenti rilevanti e in quanto destinatarie delle nuove norme.

Sotto il primo profilo, dato che la riforma consente alle imprese di adottare diversi modelli di governo societario, per gli intermediari si pone la necessità di migliorare la capacità valutativa. Gli stessi intermediari hanno la possibilità di concordare con l'impresa finanziata strumenti di controllo più incisivi rispetto al passato.

La possibilità oggi offerta alle società non finanziarie di un maggior ricorso al mercato dei capitali di rischio e di debito non rappresenta per il sistema bancario un ridimensionamento della propria operatività, bensì una modalità diversa di operare. Le banche potranno incrementare e migliorare l'offerta di servizi finanziari ad alto valore aggiunto (si pensi alla consulenza e al collocamento), arricchendo la gamma di prestazioni a favore delle imprese.

Per quanto riguarda il governo societario, le esigenze di vigilanza avevano già suggerito la previsione di regole di *governance* delle banche più stringenti rispetto alle altre imprese. In particolare, mi riferisco ai controlli interni, al ruolo del consiglio di amministrazione e dell'alta direzione, ai compiti del collegio sindacale, al necessario possesso di requisiti di professionalità e onorabilità da parte degli esponenti aziendali.

Ad eccezione di questi profili, tuttavia, le attuali regole di *corporate governance* delle banche non si differenziavano da quelle applicate alle altre società per azioni, né avrebbero potuto farlo, considerato il carattere in gran parte imperativo delle norme del diritto societario. Pertanto, anche le banche si governeranno delle innovazioni riconosciute dalla riforma per tutte le società per azioni.

Da qui una seconda considerazione: quanto più quelle innovazioni saranno in grado di migliorare la *governance* delle imprese, tanto più esse saranno significative per le banche, poiché permetteranno di accrescere il livello di efficienza della gestione in un comparto, quello bancario, il

cui ruolo è strategico per lo sviluppo del sistema economico.

Una normativa societaria tesa a innalzare l'efficienza dei meccanismi di *governance* delle banche interagisce positivamente con l'azione dell'Autorità di vigilanza.

La relazione tra questa e quella è evidente: gli obiettivi dell'attività di supervisione di tipo macro-economico (stabilità, efficienza del sistema finanziario) e micro-economico (sana e prudente gestione delle banche) possono essere più efficacemente perseguiti quando gli organi di amministrazione e controllo degli intermediari hanno una corretta percezione dell'attività svolta e dei rischi connessi e quando le regole in essere presso ciascuna banca sono in grado di esprimere un efficace sistema di *accountability* degli organi gestori nei confronti degli azionisti, del mercato e dell'organo di supervisione.

I più ampi margini di autonomia organizzativa e operativa riconosciuta dalla riforma alle società per azioni inducono a riesaminare modalità e criteri della Vigilanza. La vigente normativa di supervisione, presupponendo una regolamentazione societaria ispirata al canone della tipicità dei modelli organizzativi e operativi, detta una disciplina puntuale e dettagliata; in futuro, la possibilità che le banche adottino soluzioni operative e organizzative diverse, farà sì che la regolamentazione si incentri principalmente sull'indicazione delle finalità perseguite e dei principi di carattere generale, in modo da guidare gli intermediari nella messa a punto dei propri schemi.

In conclusione, la riforma, una volta realizzati gli opportuni interventi di coordinamento normativo con la disciplina speciale, offrirà alle banche importanti momenti di sviluppo. Potranno essere articolate, nella maniera più confacente alle esigenze delle singole realtà aziendali, le modalità di partecipazione agli assetti proprietari e al rischio d'impresa, beneficiando in tal modo dell'apporto, non solo patrimoniale, ma anche tecnico e di conoscenze specifiche della compagine sociale; ciascuna società bancaria potrà individuare la forma di amministrazione e controllo più coerente con gli obiettivi dell'impresa e del contesto in cui opera.

Dott. Antonio COLOMBO,
Direttore dell'Area Impresa di Confindustria

“Intermediari, mercati finanziari e ciclo economico internazionale”

1. La riforma del diritto societario rappresenta un importante **passo avanti** per il nostro sistema giuridico ed economico. Con i nuovi provvedimenti l'Italia si dota infatti di un complesso di regole e strumenti all'altezza di quelli degli ordinamenti più avanzati.

La riforma consente alle imprese italiane di competere sullo scenario globale con strumenti normativi più snelli ed in grado di rispondere alle molteplici esigenze organizzative che esse devono affrontare e risolvere. I provvedimenti di recente approvati introducono infatti nel nostro panorama regolamentare importanti innovazioni nel senso della **semplificazione** delle procedure, del riconoscimento di una maggiore **flessibilità** organizzativa alle imprese e di più ampie possibilità di ricorso all'**autonomia statutaria**, valorizzando in questo modo le capacità autoregolamentari delle imprese.

La riforma rappresenta poi, attraverso la previsione di una serie di obblighi informativi, anche un'importante risposta alla crisi di **trasparenza** e di fiducia che ha colpito l'economia e i mercati finanziari in molte parti del mondo.

2. L'approvazione dei decreti di attuazione della legge delega per la riforma del diritto societario continua un importante **processo di rinnovamento** della regolamentazione italiana in materia societaria e finanziaria, che ha visto negli ultimi anni l'adozione di provvedimenti che hanno contribuito ad un sostanziale miglioramento del nostro panorama legislativo, adesso all'avanguardia rispetto a quello di altri ordinamenti (non ultimi gli Stati Uniti).

Si pensi al **Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria** (TUIF) del **1998**, che ha affrontato con decisione il tema dell'informativa societaria e della trasparenza degli assetti proprietari, unitamente alla tematica dei controlli interni ed esterni sulle società.

Temi ripresi successivamente, nel **1999**, dal **Codice Preda** adottato volontariamente dalle società quotate italiane nell'ambito della Borsa Italiana Spa, e di recente oggetto di una parziale revisione.

L'adozione del Codice Preda, in particolare, ha segnato un'importante evoluzione verso la valorizzazione delle iniziative di carattere autodisciplinare intraprese dagli stessi operatori, che è poi culminata con il riconoscimento esplicito, operato con il D. Lgs. n. 231/2001 sulla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, di un ruolo guida delle associazioni imprenditoriali nella raccomandazione di *best practices* alle imprese. A questo ruolo la Confindustria ha efficacemente adempiuto adottando, prima tra tutte le organizzazioni imprenditoriali, le **Linee Guida per la costruzione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo**, che suggeriscono alle imprese la costruzione di strutture organizzative improntate alle trasparenza e di sistemi di controllo interni alle imprese idonei a prevenire la commissione di una serie di reati.

I provvedimenti richiamati, nonché le varie iniziative di *self-regulation*, hanno determinato un rafforzamento delle regole di governo societario e contribuito a rendere più efficaci i sistemi di gestione delle imprese, anche nel senso di una maggiore e più pregnante supervisione dei soci sull'amministrazione.

La riforma appena approvata, quindi, pur rappresentando l'intervento più rilevante da un punto di vista di riordino sistematico della materia societaria, perché a differenza dei precedenti non si applica alle sole società quotate bensì a tutte le società di capitali, interviene comunque su un **quadro normativo evoluto**.

3. Come si accennava, la riforma di recente approvata esalta, riconoscendole un più ampio spazio, l'autonomia privata delle imprese nella configurazione dei propri assetti interni: la maggiore **flessibilità organizzativa** derivante dall'aver previsto tre modelli di *governance* per le SPA o la possibilità, per le SRL, di alleggerire significativamente la propria struttura amministrativa, analogamente a quanto accade per le società di persone, costituiscono importanti innovazioni per le imprese. Con le nuove norme sia le SPA che le SRL potranno quindi meglio configurare i propri assetti interni adeguandoli alle specifiche esigenze organizzative.

Le norme della riforma apportano, inoltre, un valido contributo innovativo in termini di **bilanciamento dei poteri all'interno delle società**. Da un lato, infatti, esse consentono di delimitare con maggiore chiarezza le responsabilità degli organi sociali, in particolare con riguardo alle SPA per le quali è previsto esplicitamente il riconoscimento delle competenze gestorie esclusivamente all'organo amministrativo. Dall'altro, pur prevedendo molteplici strumenti di tutela a favore dei soci di minoranza (si pensi ai nuovi casi di recesso o alle azioni di responsabilità), le nuove norme stabiliscono una serie di garanzie per evitare un'eccessiva conflittualità all'interno dell'impresa (si pensi, ad esempio, ai *quorum* minimi richiesti per la proposizione di determinate azioni giudiziarie).

Le nuove norme contengono numerose indicazioni volte a garantire una **maggiore trasparenza** sia sull'operato dei *manager* che sugli assetti proprietari dell'impresa o del gruppo. La previsione di obblighi di pubblicizzare gli assetti proprietari della società (i patti parasociali) o del gruppo (l'assoggettamento ad altrui direzione e coordinamento) consente, infatti, di assicurare una più corretta gestione dei rapporti tra azionista di controllo (*blockholder*) e azionisti di minoranza. Inoltre, l'aver disciplinato in maniera più rigorosa le situazioni di conflitto di interessi del *management* rispetto alla società, imponendo obblighi di comunicazione in capo agli amministratori, rappresenta un mezzo importante per garantire una maggiore *accountability* di chi gestisce l'impresa.

Infine, un aspetto importante della riforma riguarda l'**ampliamento e la diversificazione dei mezzi di finanziamento** utilizzabili dalle imprese, sia SPA che SRL.

La “deregolamentazione” delle categorie di azioni per le SPA, che possono adesso essere costruite dai soci combinando una serie articolata di diritti patrimoniali ed amministrativi, permette una “personalizzazione” del titolo, che può così più agevolmente rispondere alle diverse esigenze di finanziamento dell’impresa.

È anche positivo l’innalzamento dei limiti per l’emissione di prestiti obbligazionari nelle SPA e la semplificazione del relativo procedimento. La previsione di limiti stringenti aveva infatti scoraggiato le imprese dall’affrontare i costi di emissione, limitando così le possibilità di servirsi di un utile strumento di finanziamento (le obbligazioni fino ad oggi hanno costituito soltanto il 16% degli strumenti di finanziamento utilizzati nelle SPA, gran parte delle quali si basano sugli apporti di capitale da parte degli stessi soci di controllo e sul credito bancario). Lo stesso può dirsi per le SRL, per le quali la possibilità di emettere prestiti obbligazionari rappresenta un’importante alternativa al credito bancario, salvo il limite delle eccessive garanzie richieste (obbligo di sottoscrizione da parte di investitori professionali vigilati che garantiscano la solvibilità dell’emittente nei casi di successiva circolazione dei titoli).

4. Durante l’iter dei provvedimenti, grazie anche al **contributo della Confindustria** ed ai successivi interventi modificativi, sono state meglio definite e precisate le caratteristiche dei tre diversi modelli di *governance* per le SPA, resi così più coerenti anche rispetto a quanto previsto negli orientamenti di origine di tali modelli.

Anche la disciplina dei casi di conflitto di interessi degli amministratori, per citare un altro dei tanti possibili esempi, è stata resa più praticabile, sempre nel rispetto del principio della massima trasparenza, limitando le ipotesi di impugnativa rispetto a quanto inizialmente previsto, con indubbi effetti positivi in termini di contenimento della

litigiosità e di maggiore stabilità delle delibere del CdA.

Lo stesso con riguardo alla regolamentazione delle azioni sociali di responsabilità da parte dei soci di minoranza, rivista (innalzando le percentuali di capitale sociale necessarie per la proposizione dell'azione) per circoscrivere i casi di intervento del giudice nelle attività di impresa.

Infine, importanti modifiche sono state apportate anche alle norme sui gruppi meglio precisando alcuni concetti centrali della nuova disciplina, per chiarire e circoscrivere a casi determinati le ipotesi di responsabilità della capogruppo.

5. Tutti gli interventi finora compiuti, come si è visto, hanno apportato ed apporteranno evidenti **benefici** in termini di **realizzazione di un più trasparente ed efficiente mercato dei capitali**. Grazie ad essi, infatti, l'Italia può dirsi all'avanguardia sul piano delle regole rispetto ai paesi concorrenti. Questa situazione di "vantaggio" non giustifica pertanto alcuni tentativi, come ad esempio quelli fatti di recente dagli Stati Uniti, di estendere la propria potestà regolamentare ed i controlli delle loro autorità anche ad imprese di paesi con sistemi di *governance* e di controllo che si sono dimostrati sicuramente più efficaci.

La valutazione positiva del nostro sistema giuridico in materia societaria **non** deve tuttavia far ritenere **conclusa la fase delle riforme**. Ci sono infatti ancora interventi da realizzare per consentire alle imprese italiane di recuperare competitività sui mercati internazionali, nonché un impegno da mantenere sul piano dell'implementazione di regole ormai da tempo adottate.

Nell'ottica di una generale sistematizzazione della materia non si può infatti trascurare l'importanza di un più approfondito e meditato approccio al tema della **regolazione delle crisi dell'impresa**.

Una riforma della disciplina delle procedure concorsuali improntata ai principi di trasparenza, efficacia ed efficienza costituisce infatti un presupposto importante per la realizzazione di un mercato funzionante. Anche in questa materia è importante valorizzare l'autonomia privata,

riconoscendo un ruolo centrale al debitore ed ai creditori in tutte quelle situazioni di crisi temporanea in cui sussistano prospettive di risanamento dell'impresa. In questi casi le soluzioni negoziate dovrebbero assumere un'importanza primaria nel recupero della redditività dell'impresa, mentre il ruolo del giudice dovrebbe essere assolutamente marginale.

Diverso invece dovrebbe essere il trattamento della procedura di insolvenza, in cui il giudice assumerebbe invece una funzione più importante di vigilanza e garanzia, e che dovrebbero tendere ad una rapida liquidazione delle attività di impresa allo scopo di assicurare la massima soddisfazione dei creditori.

Sarebbe infine utile provare ad **omogeneizzare il quadro di regole a livello comunitario**. Si tratta di un obiettivo molto ambizioso, perché le differenze tra gli ordinamenti sono ancora molto profonde. D'altra parte non si può negare che le esistenti asimmetrie regolamentari sono causa di nocive distorsioni concorrenziali. Per questo occorre, in Europa, fare il possibile per creare un *level-playing-field* anche nella materia societaria.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Accenture
Aletti Montano & Co.
Associazione Nazionale Banche Private
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Assogestioni
Banca Agricola Mantovana S.p.A.
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca BM S.p.A.
Banca di Bologna
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Torino S.p.A.
Banca di Cividale S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca Esperia S.p.A.
Banca Eurosystemi S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca Generali S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca Intesa S.p.A.
Banca di Legnano
Banca Leonardo S.p.A.
Banca Lombarda e Piemontese S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediocredito S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Adriatico
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare di Cremona
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Intra
Banca Popolare dell'Irpinia
Banca Popolare di Lodi
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare Sant'Angelo
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.

Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banca del Titano S.p.A.
Banca dell' Umbria 1462 S.p.A.
Banca di Valle Camonica S.p.A.
Banca 121 S.p.A.
Banco di Chiavari e della Riviera Ligure S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco di Napoli S.p.A.
Banco Popolare di Verona e Novara
Banco di Sardegna S.p.A.
Banco di Sicilia S.p.A.
Bipop-Carire S.p.A.
Borsa Italiana S.p.A.
Capitalia S.p.A.
Carichieti S.p.A.
Carifano S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio di Gorizia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Mirandola S.p.A.
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Spoleto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Udine e Pordenone S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cedacrinord S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
Deutsche Bank S.p.A.
Euro Commercial Bank S.p.A.
Euros S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Interbanca S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
MCC S.p.A.
Mediocredito Fondiario Centro Italia S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliobanca S.p.A.

Rasbank S.p.A.
Sanpaolo IMI S.p.A.
SIA S.p.A.
UGC Banca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Centrofactoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Kpmg S.p.A.
Monte Titoli
Sofid S.p.A.
Tesi

**PUBBLICAZIONI A CURA DELL'ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E BORSA**

A stampa

- LA RIFORMA STRALCIO DELLA SOCIETÀ PER AZIONI E LA PICCOLA RIFORMA DELLA BORSA VALORI, Ed. Vita e Pensiero, 1975.
- IL MARKETING BANCARIO, a cura di E.T. Brioschi, Ed. Vita e Pensiero, 1977.
- MONETA E POLITICA MONETARIA IN ITALIA, a cura di P. Ranci, Ed. Vita e Pensiero, 1977.
- LE OPERAZIONI BANCARIE, a cura di G. B. Portale, Ed. Giuffrè 1978.
- I TITOLI DI CREDITO, a cura di G.L. Pellizzi, Ed. Giuffrè, 1980.
- LA RESPONSABILITÀ PENALE DELL'OPERATORE BANCARIO, a cura di M. Romano, Ed. Il Mulino, 1980.
- ANALISI DELLE SERIE STORICHE, a cura di L. Santamaria, Ed. Il Mulino, 1981.
- CONGIUNTURA E POLITICA MONETARIA, a cura di G. vaciogo, Ed. Il Mulino, 1981.
- RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE, E NUOVI STRUMENTI DI RICORSO AL MERCATO, a cura di Giuseppe B. Portale, Ed. Giuffrè, 1983.
- STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Balossino, G. Di Stefano, A. Fusconi, P. Genoni, Ed. Franco Angeli, 1983.
- ORGANIZZAZIONE ED EFFICIENZA NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Fusconi, Ed. Franco Angeli, 1985
- LA LEGGE 216 DIECI ANNI DOPO: ASPETTI SOCIETARI, a cura di G.E. Colombo, F. Cesarini, Ed. Giuffrè, 1985.
- CRISI DI IMPRESA E AMMINISTRAZIONE CONTROLLATA, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, A. Provasoli, B. Quatraro, Ed. Giuffrè, 1986.
- GLI IMPEGNI E RISCHI DELL'IMPRESA BANCARIA: PROFILI CONTABILI E GIURIDICI, a cura di S. De Angeli, Ed. Franco Angeli, 1986.
- LA GESTIONE DELLA FUNZIONE FINANZIARIA NELLE AZIENDE DI CREDITO: I PROFILI TECNICI E DI SVILUPPO ORGANIZZATIVO, a cura di A. Fusconi, A. Patarnello, Ed. Franco Angeli, 1989.
- LE DIRETTIVE DELLA C.E.E. IN MATERIA BANCARIA, a cura di F. Cesarini, S. Scotti Camuzzi, Ed. Giuffrè, 1991.
- INTERMEDIARI E MERCATI FINANZIARI IN FRANCIA, a cura di M. Anolli, A. Patarnello, Ed. Il Mulino, 1991.
- IL SISTEMA FINANZIARIO TEDESCO, a cura di A. Banfi, R. Locatelli, C. Schena, Ed. Il Mulino, 1991.
- IL SISTEMA FINANZIARIO DEL REGNO UNITO E LA CONCORRENZA NEL RETAIL BANKING, a cura di M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1992.
- IL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO E L'INTEGRAZIONE EUROPEA, a cura di A. Barzaghi, Ed. Il Mulino, 1993.
- TENDENZE E PROSPETTIVE DELLA RACCOLTA BANCARIA IN ITALIA, a cura di F. Cesarini, V. Conti, M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1994.
- L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE, a cura di L. Nieri, Ed. Il Mulino, 1994.
- TENDENZE E PROSPETTIVE DEL RISPARMIO GESTITO, a cura di A. Banfi, M. L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1998.
- IL PROJECT FINACING COME STRUMENTO DI REALIZZAZIONE DI OPERE PUBBLICHE, a cura di S. Scotti Camuzzi, Ed. Giuffrè, 2002.
- COLLEGIO SINDACALE E SISTEMA DEI CONTROLLI NEL DIRITO SOCIETARIO COMUNE E SPECIALE, a cura di G. Presti, Ed. Giuffrè, 2002.

Ciclostilati

IL MARKETING BANCARIO - 21/23 marzo 1974.

LA RILEVAZIONE DEI COSTI IN BANCA - 6/7 giugno 1974.

GLI ASPETTI FISCALI DEL BILANCIO BANCARIO - 27/28 novembre 1974.

LA CERTIFICAZIONE DEI BILANCI - 24 giugno 1975.

IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA - 1977.

OPERAZIONI BANCARIE: PROFILI GIURIDICI (1^a parte) - 1977.

ASPETTI TECNICI E GIURIDICI DELLE NEGOZIAZIONI DI BORSA - 1977.

IL NUOVO DIRITTO DI FAMIGLIA E I SUOI RIFLESSI SULLE OPERAZIONI DI BANCA - 1977.

ASPETTI GIURIDICI DELLA CERTIFICAZIONE DI BILANCIO - 1977.

PROBLEMI DI DIRITTO SOCIETARIO - 1980.

QUADERNI PUBBLICATI

- N. 1 **«LA BANCA IN UN MONDO CHE MUTA»**
prof. Gaetano Stammati - 14 gennaio 1976
- N. 2 **«L'OPERATORE DI BORSA»**
prof. Gerardo Santini - 25 maggio 1976
- N. 3 **«I CONTRATTI DI BORSA E LA SPECULAZIONE»**
prof. Francesco Masera - 19 novembre 1976
- N. 4 **«STRUTTURA E ORGANIZZAZIONE DI UN'AZIENDA DI CREDITO A CARATTERE NAZIONALE»**
dott. Innocenzo Monti - 21 marzo 1977
- N. 5 **«IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA E LE RIVELAZIONI CREDITIZIE DELLA BANCA D'ITALIA»**
dott. Giuseppe Mascetti - 2 giugno 1977
- N. 6 **«ASSICURAZIONE E FINANZIAMENTO DEL CREDITO ALL'EXPORT»**
dott. Rinaldo Ossola - 10 giugno 1977
- N. 7 **«PROBLEMI E STRATEGIE DELLA POLITICA MONETARIA»**
prof. Giacomo Vaciago - 31 marzo 1977
- N. 8 **«MERCATO OBBLIGAZIONARIO E VINCOLO DI PORTAFOGLIO»**
dott. Bruno Bianchi - 31 marzo 1977
- N. 9 **«IL FINANZIAMENTO DEL DISAVANZO PUBBLICO»**
prof. Dino Piero Giarda - 1 aprile 1977
- N. 10 **«L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE»**
dott. Cesare Caranza- 1 aprile 1977
- N. 11 **«IL VINCOLO ESTERNO ALLO SVILUPPO DELL'ECONOMIA ITALIANA»**
dott. Giovanni Magnifico - 1 aprile 1977
- N. 12 **«LA POLITICA VALUTARIA NEL 1975/76»**
dott. Carlo Santini - 1 aprile 1977
- N. 13 **«OBIETTIVI INTERMEDI E FINALI DELLA POLITICA MONETARIA»**
prof. Giacomo Vaciago - marzo 1978
- N. 14 **«CONTROLLI DI VIGILANZA E LORO RIFLESSI SULLA ORGANIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO»**
dott. Vincenzo Desario - ottobre 1978
- N. 15 **«STATI UNITI E ITALIA: DUE SISTEMI BANCARI A CONFRONTO»**
prof. Frank Tamagna - 9 novembre 1978
- N. 16 **«THE INSTABILITY AND THE RESILIENCE OF AMERICAN BANKING (1946-1978)»**
(«Instabilità finanziaria e capacità di reazione delle banche americane»)
prof. Hyman P. Minsky - 8 febbraio 1979
- N. 17 **«INTRODUZIONE ALLO STUDIO DEL DIRITTO PENALE BANCARIO»**
prof. Mario Romano - 4 aprile 1979

- N. 18 **«FRODI VALUTARIE E RESPONSABILITÀ PENALE DEI DIPENDENTI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO»**
 prof. Federico Stella - 4/6 aprile 1979
- N. 19 **«EFFETTI DELL'INFLAZIONE SUI MERCATI FINANZIARI»**
 prof. Franco Modigliani - 18 settembre 1979
- N. 20 **«IL CONTROLLO INTERNO E L'ISPETTORATO GENERALE DELLE BANCHE FRANCESI»**
 Pierre Greder - novembre 1979
- N. 21 **«VERSO UN MERCATO EUROPEO DI VALORI MOBILIARI?»**
 Christopher Tugendhat - 25 gennaio 1980
- N. 22 **«CONSIDERAZIONI PER IL VERTICE ECONOMICO DI VENEZIA»**
 Richard N. Gardner - 12 febbraio 1980
- N. 23 **«LA RECENTE POLITICA DEL CREDITO E DEL CAMBIO DEGLI STATI UNITI»**
 prof. Frank Tamagna - 6 dicembre 1979
- N. 24 **«LA MONETA È IMPORTANTE?»**
 Paul Davidson - 31 marzo 1980
- N. 25 **«RIFLESSIONI SULLA POLITICA MONETARIA (1979-1980)»**
 prof. Giacomo Vaciago - 13 marzo 1980
- N. 26 **«IL CONTROLLO DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE NELLA NUOVA LEGGE BANCARIA BRITANNICA»**
 prof. J.R.S. Revell - 8 maggio 1980
- N. 27 **«PREVISIONI, STRUMENTI D'ANALISI E VINCOLI NELLA GESTIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA»**
 dott. Ulpiano Quaranta - 13 marzo 1980
- N. 28 **«LE FUNZIONI ISPETTIVE NELLE BANCHE ITALIANE OGGI»**
 Carmine De Robbio - 5/9 maggio 1980
- N. 29 **«OPINIONI E COMPORTAMENTI DEGLI OPERATORI BANCARI: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»**
 Francesco Cesarini, Pier Domenico Gallo - maggio 1980
- N. 30 **«EFFETTI DELL'AUTOMAZIONE SUI PROCESSI OPERATIVI DECISIONALI DELLA BANCA D'ITALIA»**
 dott. Antonio Finocchiaro - 2 giugno 1980
- N. 31 **«ALCUNE OSSERVAZIONI SULLA FORMAZIONE DEI TASSI DI INTERESSE BANCARI»**
 dott. Lucio Rondelli - 28 gennaio 1981
- N. 32 **«L'INCIDENZA DELLA FUNZIONE MONETARIA E DEI SERVIZI BANCARI SULL'ECONOMIA DELLA BANCA»**
 prof. Tancredi Bianchi - 13 marzo 1981
- N. 33 **«I RIFLESSI SULLA GESTIONE E SULLA PROFESSIONE BANCARIA DEI DIVERSI STRUMENTI E DELLE NUOVE FORME DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA»**
 Urbano Aletti, Francesco Cesarini, Franco Riccardi - aprile 1981

- N. 34 **«LA RIFORMA DEI TITOLI DI CREDITO IN SPAGNA»**
Evelio Verdera y Tuells - 9 novembre 1981
- N. 35 **«GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE SUL MERCATO MONETARIO»**
dott. Bruno Bianchi - 2 dicembre 1981
- N. 36 **«IL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE UNGHERESE NELL'ECONOMIA E NELL'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO»**
dott. Tamas Bacskai - 16 marzo 1982
- N. 37 **«L'INNOVAZIONE FINANZIARIA IN BANCA E FUORI BANCA»**
Giuseppe Antonio Banfi, Pierandrea Dosi Delfini, Marcello Melani, Vincenzo Mosca, Giacomo Vaciago - febbraio 1982
- N. 38 **«BANCHE E ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE: COMPLEMENTARITÀ, CONCORRENZA O SOVRAPPOSIZIONE?»**
Luigi Arcuti, Francesco Cesarini, Federico Pepe, Maurizio Sella, Ermanno Veronesi - febbraio 1982
- N. 39 **«LA FORMAZIONE E L'IMPIEGO DEL RISPARMIO; EFFETTI DELLA POLITICA MONETARIA E RIFLESSI SUI MERCATI»**
Franco Cotula - febbraio 1982
- N. 40 **«GLI EFFETTI DELL'INTRODUZIONE DI SISTEMI ELETTRONICI DI TRASFERIMENTO DI FONDI SULLA POLITICA»**
prof. J.R.S. Revell - 3 giugno 1982
- N. 41 **«ASPETTI ISTITUZIONALI ED OPERATIVI DEL MERCATO DEI BUONI ORDINARI DEL TESORO IN ITALIA»**
Fiorenzo Di Pasquali - 9 febbraio 1982
- N. 42 **«ASPETTI FUNZIONALI E DI MERCATO DEGLI STRUMENTI DI RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»**
Francesco Cesarini - settembre 1982
- N. 43 **«ASPETTI ECONOMICI E TECNICI DEL CAPITALE PROPRIO DELLE BANCHE»**
Marco Onado - settembre 1982
- N. 44 **«LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE PUBBLICHE»**
Fabio Merusi - settembre 1982
- N. 45 **«I PRESTITI POSTERGATI NEL DIRITTO ITALIANO»**
Gian Franco Campobasso - settembre 1982
- N. 46 **«TITOLI "ATIPICI" E LIBERTÀ DI EMISSIONE NELL'AMBITO DELLE STRUTTURE ORGANIZZATIVE DELLA GRANDE IMPRESA »**
Antonio Pavone La Rosa - settembre 1982
- N. 47 **«LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO (PROBLEMI E IPOTESI)»**
Giuseppe B. Portale - settembre 1982
- N. 48 **«RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»**
Giovanni L. Pellizzi - settembre 1982
- N. 49 **«L'ABBANDONO DEGLI ESTREMISMI NELLA POLITICA MONETARIA»**
Guido Carli - 20 gennaio 1983

- N. 50 **«INSEDIAMENTI BANCARI ED EFFICIENZA DEL SISTEMA CREDITIZIO»**
Claudio Conigliani - 10 febbraio 1983
- N. 51 **«LO SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ PARABANCARIA ED IL RUOLO DELLE BANCHE»**
Giambattista Marchesini - 6 giugno 1983
- N. 52 **«IL PARABANCARIO E L'INNOVAZIONE FINANZIARIA ASPETTI GIURIDICI DELL'EMISSIONE DEI TITOLI ATIPICI »**
Giovanni L. Pellizzi - 14 giugno 1983
- N. 53 **«L'ESPANSIONE TERRITORIALE NELLA STRATEGIA DELLE AZIENDE DI CREDITO»**
Luigi Orombelli - 9 febbraio 1983
- N. 54 **«PRESENTAZIONE DEL VOLUME “STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO”: UNA METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»**
Lamberto Dini - 21 ottobre 1983
- N. 55 **«STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO: UNA METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»**
Parte seconda.
F. Pepe, A. Balossino, G. Di Stefano - 21 ottobre 1983
- N. 56 **«COMPETTITIVITÀ INNOVAZIONE ED EFFICIENZA NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»**
Nerio Nesi - 13 febbraio 1984
- N. 57 **«STRUTTURA, OPERATORI ED EVOLUZIONE TECNICA DEL MERCATO DEI FONDI INTERBANCARI IN ITALIA (1979-1982)»**
Arturo Patarnello - marzo 1984
- N. 58 **«LA TUTELA DEL RISPARMIO BANCARIO»**
Tancredi Bianchi - aprile 1984
- N. 59 **«IL MERCATO FINANZIARIO DOPO LA LEGGE 216»**
Guido Rossi - maggio 1984
- N. 60 **«BANCA E BORSA DI FRONTE AL PROBLEMA DELLA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE»**
U. Aletti, H. Bieler, F. Cesarini, L. Orombelli, G.M. Roveraro - giugno 1984
- N. 61 **«LINEAMENTI DEL TESSUTO INDUSTRIALE ITALIANO NEL SISTEMA DELLE STATISTICHE ISTAT»**
Guido Rey - giugno 1984
- N. 62 **«SISTEMA CREDITIZIO E FINANZIAMENTO DELLA CASA: I RISULTATI DI UN'INDAGINE»**
Maria Luisa Di Battista - agosto 1984
- N. 63 **«PROCESSI DI FORMAZIONE DEL REDDITO D'ESERCIZIO NELLE AZIENDE DI CREDITO E LORO VARIAZIONI»**
Lucio Motta - ottobre 1984
- N. 64 **«GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ BANCARIA E EFFICIENZA DEL MERCATO MONETARIO»**
B. Bianchi, P. Boaretto, R. Franceschini - novembre 1984

- N. 65 **«UN PROFILO PER UN SISTEMA»**
 Francesco Cingano - dicembre 1984
- N. 66 **«LA GARANZIA DEI DEPOSITI»**
 Giannino Parravicini - febbraio 1985
- N. 67 **«TEORIA E PRASSI DELLA VIGILANZA BANCARIA: ALCUNE RIFLESSIONI»**
 Edward P.M. Gardener - aprile 1985
- N. 68 **«GLI INTERVENTI SULLA STRUTTURA E SULL'OPERATIVITÀ DEL SISTEMA CREDITIZIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»**
 V. Pontolillo, E. Ugolini, F. Battini - aprile 1985
- N. 69 **«LA CONCORRENZA BANCARIA DOPO L'ACCANTONAMENTO DEL MASSIMALE»**
 G. Carosio, E. Ceccatelli, A. Ceola - maggio 1985
- N. 70 **«LE PARTECIPAZIONI DELLE GRANDI BANCHE TEDESCHE: ASPETTI QUANTITATIVI E DISCIPLINA PRUDENZIALE»**
 Rossella Locatelli - maggio 1985
- N. 71 **«STRUTTURA E COSTI DELL'ATTIVITÀ BANCARIA NEL MERCATO MOBILIARE E GESTIONE ACCENTRATA DEI TITOLI»**
 Ernesto Ugolini - giugno 1985
- N. 72 **«L'UTILIZZO DELLE ANALISI DI SETTORE NELL'ISTRUTTORIA DEI FIDI»**
 P. Brasca, A. Geremia, A. Martelli, P.L. Novello, C. Porcari - settembre 1985
- N. 73 **«CONCORRENZA E CONTROLLI NELLE OPINIONI DEL MANAGEMENT BANCARIO»**
 M.L. Di Battista, A. Patarnello - settembre 1985
- N. 74 **«L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL SISTEMA CREDITIZIO»**
 E. Ceccatelli, V. Desario, L. Frey, S. Isgrò, G. Marchesini - febbraio 1986
- N. 75 **«L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL MERCATO IMMOBILIARE»**
 G. Caprara, E. Fumagalli, P. Iovenitti, G. Lombardo, U. Verecondi Scortecci - febbraio 1986
- N. 76 **«NUOVI PROFILI DELL'ORDINAMENTO DEL MERCATO MOBILIARE E LA POSIZIONE DELLA CONSOB»**
 Franco Piga - febbraio 1986
- N. 77 **«GLI SVILUPPI E LE PROSPETTIVE DEL MERCATO AZIONARIO»**
 U. Aletti, M. Vitale - marzo 1986
- N. 78 **«DIMENSIONE, COMPOSIZIONE E COSTO DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO DAL 1861 AL 1985»**
 F. Spinelli, S. Formentini - febbraio 1987
- N. 79 **«I BUONI (ORDINARI) DEL TESORO»**
 G.L. Calvi - febbraio 1987
- N. 80 **«TENDENZE DI MEDIO PERIODO NEI MERCATI DEL CREDITO»**
 P.D. Gallo, S. Molinari, O. Salamone - aprile 1987
- N. 81 **«LE RISPOSTE DELL'INDUSTRIA BANCARIA AI CAMBIAMENTI»**
 T. Bianchi, A. Cova - aprile 1987

- N. 82 **«LA GESTIONE DEL PASSIVO E I NUOVI SERVIZI BANCARI»**
P. Forti, S. De Bernardis - maggio 1987
- N. 83 **«ASPETTI EVOLUTIVI DELLA GESTIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO E I SUOI RIFLESSI SUL BILANCIO D'ESERCIZIO»**
F. Gianani - maggio 1987
- N. 84 **«LE CARATTERISTICHE E GLI EFFETTI SULLA GESTIONE BANCARIA DEI RISCHI CONNESSI ALLE "OFF BALANCE SHEET TRANSACTIONS"»**
M. Oriani - giugno 1987
- N. 85 **«GLI INTERMEDIARI DI BORSA: PROSPETTIVE A CONFRONTO»**
F. Cesarini, P. Marchetti, M.T. Tebaldi - luglio 1987
- N. 86 **«GLI EFFETTI DELLE PRIVATIZZAZIONI SUL SISTEMA FINANZIARIO BRITANNICO»**
P. Fandella - febbraio 1988
- N. 87 **«STRUTTURA E PROSPETTIVE DEI GRUPPI BANCARI IN ITALIA»**
G. Schena - febbraio 1988
- N. 88 **«L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO»**
G. Zandano, T. Bianchi, W.G. Verhoeven, F. Pepe - maggio 1988
- N. 89 **«IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NELLA PROSPETTIVA DEL 1992»**
E. Filippi, M. Sella, G. Frigeri - maggio 1988
- N. 90 **«RIFLESSI SULLA GESTIONE BANCARIA DELL'EVOLUZIONE DEL MERCATO MOBILIARE»**
U. Aletti, C. Faissola, E. Monti - giugno 1988
- N. 91 **«BANCHE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE SUL MERCATO AZIONARIO: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»**
F. Cesarini - giugno 1988
- N. 92 **«IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO»**
V. Brocci, A. Tucci - ottobre 1988
- N. 93 **«LA REDDITIVITÀ DELLE AZIENDE DI CREDITO NELLA PROSPETTIVA DI EVOLUZIONE STRUTTURALE DEL SISTEMA»**
T. Bianchi, F. Bizzocchi, G. Carducci - giugno 1989
- N. 94 **«UN SISTEMA ESPERTO PER LA GESTIONE DELLA TESORERIA»**
M. De Marco, G. Grassano, S. De Bernardis, F. Gardin, C. Rossignoli, I. Zaniboni, H. Taylor, G. Trotta - luglio 1989
- N. 95 **«POSIZIONE COSTITUZIONALE E FUNZIONI AMMINISTRATIVE DEL C.I.C.R. NELL'AMBITO DELL'ORDINAMENTO DEL CREDITO»**
E. Balboni, G. Massoli - luglio 1989
- N. 96 **«LINEE EVOLUTIVE NELL'ORGANIZZAZIONE BANCARIA»**
A. Balossino - gennaio 1990
- N. 97 **«ASPETTI TECNICI DELLA POLITICA DI IMPIEGO»**
T. Bianchi, P. Bongianino, A. Finotti, L. Sibani, G. Osculati - maggio 1990
- N. 98 **«TENDENZE EVOLUTIVE DELLA POLITICA DI RACCOLTA»**
C. Faissola, E. Veronesi, M. Nonni - maggio 1990

- N. 99 **«LA BANCA E L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI»**
L. Rondelli, M. Sella - maggio 1990
- N. 100 **«I PROSPETTI DI RICLASSIFICAZIONE E DI DETTAGLIO NELLA DOCUMENTAZIONE INTEGRATIVA DEI BILANCI BANCARI, I RISULTATI DI UN'INDAGINE»**
P. Benigno - giugno 1990
- N. 101 **«SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE, ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI» I PARTE**
A. Tarola, D. Qualeatti, P. Di Blasi, P. Salamone - settembre 1990
- N. 102 **«SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE, ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI» II PARTE**
A. Pincherle, C. Rossignoli, R. Virtuani, M. Atzeni - settembre 1990
- N. 103 **«L'ASSET & LIABILITY MANAGEMENT STRATEGICO NELLE BANCHE ITALIANE»**
M. Carrara - novembre 1990
- N. 104 **«EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO: VALUTAZIONI DI SINTESI»**
F. Cesarini, M.L. Di Battista, V. Conti, A. Patarnello, R. Locatelli - dicembre 1990
- N. 105 **«EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO»**
T. Bianchi, M. Nonni - gennaio 1991
- N. 106 **«I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»**
F. Cesarini, T. Bianchi, G. Trombi - aprile 1991
- N. 107 **«SVILUPPO DEI MERCATI E GESTIONE BANCARIA»**
L. Rondelli, M. Mauro, G. Vaciago - maggio 1991
- N. 108 **«I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»**
P.D. Gallo, P. Baratta, P. Gnes - giugno 1991
- N. 109 **«TRASPARENZA E COMPARABILITÀ DEL BILANCIO D'ESERCIZIO DELLE AZIENDE DI CREDITO»**
P. Golia, A. Marchesi - novembre 1991
- N. 110 **«GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO E PRIVATIZZAZIONI»**
T. Bianchi - novembre 1991
- N. 111 **«IL SISTEMA INFORMATIVO DI MARKETING "MINIMALE"»**
A.A. Astolfi, G. Brioschi, F. Di Tizio, P. Rigamonti, A. Variati - novembre 1991
- N. 112 **«IL CREDITO DI ULTIMA ISTANZA»**
Carlo Azeglio Ciampi - febbraio 1992
- N. 113 **«PROSPETTIVE E SVILUPPO DEI MERCATI FINANZIARI»**
P. Marchetti, B. Bianchi, U. Aletti, L. Rondelli, S. Lo Faso - aprile 1992
- N. 114 **«PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»**
C. Salvatori, L. Arcuti, A. Molendi, G. Mazzarello, G. Ferretti, C. Tresoldi - aprile 1992

- N. 115 **«PROFITABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»**
F. Cesarini, T. Bianchi, F. Passacantando, V. Conti - aprile 1992
- N. 116 **«L'ATTUALE SITUAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI SOTTO IL PROFILO DELLE COMUNICAZIONI DELLA VIGILANZA DELLA TRASPARENZA»**
M. Cardillo - settembre 1992
- N. 117 **«LE PROSPETTIVE DELLA BANCA SPAGNOLA VERSO L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA IN EUROPA»**
J. Quesada - settembre 1992
- N. 118 **«INSIDER TRADING: CONSIDERAZIONI E PERPLESSITÀ»**
A. Mignoli - ottobre 1992
- N. 119 **«LE PROSPETTIVE DEL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO NELL'ATTUALE CONGIUNTURA EUROPEA»**
F. Perez, E. Coletti, F. Kerbaker, A. Pironti - febbraio 1993
- N. 120 **«I CANALI DI DISTRIBUZIONE DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE»**
P.D. Gallo, D. Conti, M. Corradi, F. Del Nero - marzo 1993
- N. 121 **«IL COSTO DEL LAVORO NELLE AZIENDE DI CREDITO»**
T. Bianchi, C. Faissola, G. Trombi, L. Dini - aprile 1993
- N. 122 **«I RAPPORTI TRA BANCA E IMPRESA»**
F. Frasca, F. Cesarini, G. Cirila, L. Rondelli - aprile 1993
- N. 123 **«IL TRATTAMENTO FISCALE DEI RISCHI SU CREDITI»**
F. Gallo - gennaio 1994
- N. 124 **«PER UNA CREDIBILE INFORMAZIONE SOCIETARIA»**
ovvero: L'ETICA DELL'INFORMAZIONE AZIENDALE
T. Bianchi, E. Berlanda, R. Tronchetti Provera, A. Zappi - marzo 1994
- N. 125 **«LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE E LE PROSPETTIVE»**
M. Venturino - marzo 1994
- N. 126 **«IL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE NEI MERCATI LOCALI»**
L. Gentilini, G. Testoni, M. Näef - maggio 1994
- N. 127 **«LA PRASSI DEI FIDI MULTIPLI E L'EVOLUZIONE DEL RAPPORTO BANCA-IMPRESA»**
P. Marullo Reedtz, A. Ceola, A. Geremia, C. Scarenzio - maggio 1994
- N. 128 **«COMPORTEMENTI DELLE BANCHE, MODIFICHE ISTITUZIONALI ED EVOLUZIONI DEL MERCATO MOBILIARE»**
T. Bianchi, A. Ventura, E.G. Bruno, B. Bianchi, V. Desario - maggio 1994
- N. 129 **«ALCUNE RIFLESSIONI IN TEMA DI "RACCOLTA INDIRETTA" DELLE BANCHE»**
M. Oriani - maggio 1994
- N. 130 **«RISCHIO DI CREDITO E RISCHIO DI MERCATO NELLA GESTIONE BANCARIA»**
V. Conti, M. Silvani, G. Carosio - novembre 1994
- N. 131 **«PROSPETTIVE DI RIORDINO DELLA REGOLAMENTAZIONE CONSOB - BANCA D'ITALIA»**
C. Capuzzo, F. Forghieri, L. Gardelli, R. Tedeschi, M. Venturino - novembre 1994

- N. 132 **«LA BANCA COME OPERATRICE SUI MERCATI MOBILIARI »**
F. Cesarini, M. Anolli, A. Ventura, U. Aletti - novembre 1994
- N. 133 **«DAL MERCATO DEGLI INTERESSI AGLI INTERESSI DEL MERCATO»**
D. Usellini, P. Pasini, G. Vigorelli, L. Abete, E. Berlanda, P. Gnes, A. Ventura, J.G. De Wael, G. Pagliarini - aprile 1995
- N. 134 **«LA RIPRESA CICLICA E L'ATTIVITÀ BANCARIA»**
P. Ranci, M.L. Di Battista, C. Caletti, M. Fazzini, - maggio 1995
- N. 135 **«LA PRESENZA DELLE BANCHE NEI MERCATI»**
T. Bianchi, A. Papa, E. Paolillo, V. Desario - maggio 1995
- N. 136 **«REDDITIVITÀ DELLE BANCHE, REMUNERAZIONE DEL CAPITALE E RICORSO AL MERCATO»**
V. Conti, B. Bianchi, M. Venturi, C. Faissola - maggio 1995
- N. 137 **«TENDENZE NELLA REDDITIVITÀ E PRODUTTIVITÀ BANCARIA»**
F. Passacantando, M. Nonni, F. Pepe, L.G. Attanasio, G. Frigeri - maggio 1995
- N. 138 **«L'APPLICAZIONE DEL RATING AL SETTORE BANCARIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»**
Laura Nieri - gennaio 1996
- N. 139 **«IL RATING: UN'OPPORTUNITÀ PER LE BANCHE ITALIANE»**
E. Monti, A. Esmanech, A. Tamagnini - gennaio 1996
- N. 140 **«L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA: I CRITERI DI RIFERIMENTO E LE REGOLE DI CONVERGENZA»**
Rainer Masera - febbraio 1996
- N. 141 **«IMPRESA, COMUNICAZIONE FINANZIARIA, COMPETITIVITÀ: IL QUADRO ITALIANO TRA REGOLE E OPPORTUNITÀ»**
E. Presutti, G. Vigorelli, F. Cesarini, I. Cipolletta, M. Onado, A. Bombassei, P. Pasini - marzo 1996
- N. 142 **«LE BANCHE E LO SVILUPPO DEI MERCATI»**
L. Rondelli, C. Santini - marzo 1996
- N. 143 **«GLI ASPETTI NEVRALGICI DEI PROCESSI DI RAZIONALIZZAZIONE DELLA GESTIONE DELLA BANCA»**
M.L. Di Battista, M. Sella, P. Marullo Reedtz, L. Arcuti - maggio 1996
- N. 144 **«I PROBLEMI DELLA PROFESSIONE BANCARIA»**
V.Desario, T. Bianchi - maggio 1996
- N. 145 **«LA GESTIONE DELLA RACCOLTA BANCARIA»**
A. Nottola - giugno 1996
- N. 146 **«INTERMEDIAZIONE BANCARIA E FINANZA D'IMPRESA NELLA PROSPETTIVA DELL'INTEGRAZIONE EUROPEA»**
C. Scognamiglio, G. Palladino, G. Zadra, E. G. Bruno, A. Falck, G. Grassano, G. Zucchi - febbraio 1997
- N. 147 **«COMUNICAZIONE FINANZIARIA E SVILUPPO DELLE IMPRESE: LE PROSPETTIVE»**
G. Vigorelli, M. Miccio, B. Boschetto, S. Bragantini, P. Gnes, E. Presutti, T. Bianchi, P. Pasini - febbraio 1997

- N. 148 **«LA TASSAZIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E DEGLI STRUMENTI FINANZIARI»**
F. Caleffi, G. Zadra, E.G. Bruno - maggio 1997
- N. 149 **«L'UNIONE MONETARIA E GLI ADEMPIMENTI ORGANIZZATIVI»**
T. Bianchi, M. Sarcinelli, A. Iozzo - maggio 1997
- N. 150 **«FATTORI DETERMINANTI DEL RISULTATO ECONOMICO DELLE BANCHE NEL 1996»**
N. Oggiano, G. Grassano - giugno 1997
- N. 151 **«LE IMPLICAZIONI PER LE BANCHE ITALIANE DELL'AVVIO DELL'UNIONE MONETARIA»**
F. Cesarini, I. Angeloni, A. Generale, R. Tedeschi - settembre 1997
- N. 152 **«PROFILI DI REDDITIVITÀ BANCARIA IN EUROPA: ALLA RICERCA DEL MODELLO VINCENTE NELLA PROSPETTIVA DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA»**
V. Conti, M. Ossana, M. Senati - settembre 1997
- N. 153 **«STRUMENTI E SOLUZIONI ORGANIZZATIVE PER LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO»**
R. Barontini, P. Gualtieri, A. Patarnello, F. Russello - gennaio 1998
- N. 154 **«IMPRESE, MERCATO DEI CAPITALI E COMUNICAZIONE FINANZIARIA»**
B. Benedini, G. Vigorelli, A. Albertini, T. Bianchi, M. Miccio, G. Fossa, P. Pasini - febbraio 1998
- N. 155 **«L'OFFERTA DI SERVIZI DI CONSULENZA ALLE IMPRESE»**
F. Arpe, C. Costamagna, C. Porcari - aprile 1998
- N. 156 **«TENDENZE NELL'OFFERTA DI SERVIZI DI GESTIONE DEL RISPARMIO»**
F. Cesarini, I. Angeloni, E.G. Bruno - G. Testoni - maggio 1998
- N. 157 **«LE BANCHE ITALIANE E LA PREPARAZIONE ALL'UNIONE MONETARIA»**
T. Bianchi, P. Campaioli, V. Conti, V. De Bustis, V. Consoli, A. Valdembrì, G. Zadra - maggio 1998
- N. 158 **«LA RIFORMA DELLA TASSAZIONE DEI REDDITI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE: RIFLESSI SUGLI INTERMEDIARI»**
M. F. Ambrosiano - giugno 1998
- N. 159 **«LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE REALE E MONETARIA E I CONTI ECONOMICI DELLE BANCHE»**
G. Vaciago, G. Morcaldo, I. Cipolletta, M.L. Di Battista, C. Faissola - giugno 1998
- N. 160 **«L'AREA DELL'EURO: ASPETTI STRUTTURALI E RAPPORTI CON LE PRINCIPALI AREE VALUTARIE»**
G. Vigorelli - I. Visco - G. Bishop - B. Eichengreen - agosto 1998
- N. 161 **«I MERCATI FINANZIARI IN EURO E L'OPERATIVITÀ DELLE BANCHE ITALIANE»**
R. Barbieri - L. Rondelli - G. Vaciago - agosto 1998
- N. 162 **«LE STRATEGIE DEI PRINCIPALI SISTEMI BANCARI EUROPEI NELLA PROSPETTIVA DELLA MONETA UNICA»**
J.P. Abraham - J.R. Inciarte - U. Schroeder - settembre 1998

- N. 163 **«L'APPLICAZIONE DELLE REGOLE DELLA CONCORRENZA ALLE IMPRESE BANCARIE NELL'ESPERIENZA EUROPEA E NELL'ESPERIENZA ITALIANA PARTE I - LE INTESE»**
F. Turati - novembre 1998
- N. 164 **«I RIFLESSI DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: PROFILI ECONOMICI E DI VIGILANZA»**
F. Taranto, M. Onado - novembre 1998
- N. 165 **«BILANCIO E COMUNICAZIONI SOCIALI: LE NUOVE REGOLE A CONFRONTO CON L'EUROPA»**
G. Vigorelli - M. Miccio - B. Benedini - M. Sella - L. Martino - P. Gnes - S. Preda - D. Bracco - P. Pasini - febbraio 1999
- N. 166 **«NUOVI MODELLI ORGANIZZATIVI PER LE BANCHE E PER I MERCATI»**
V. Desario - marzo 1999
- N. 167 **«L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA NELLA TERZA FASE DELL'UNIONE MONETARIA»**
T. Bianchi - C. Santini - E. Paolillo - A. Varisco - aprile 1999
- N. 168 **«INCENTIVI PER IL PERSONALE E PIANI DI STOCK OPTION NELLE BANCHE»**
P. Gualtieri - R. Locatelli - M. Cozzolini - G. Spadafora - marzo 1999
- N. 169 **«IL RUOLO DELLA PIAZZA FINANZIARIA ITALIANA NEL CONTESTO EURO»**
R. Pinza - M. Sella - A. Ventura - maggio 1999
- N. 170 **«LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ORGANIZZATIVI E DI VIGILANZA»**
A. Profumo - C. Salvatori - F. Frasca - giugno 1999
- N. 171 **«LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ECONOMICO-TECNICI»**
F. Cesarini - F. Panetta - F. Bizzocchi - C. Piazza Spessa - gennaio 2000
- N. 172 **«IL BUON GOVERNO SOCIETARIO: AUTOREGOLAMENTAZIONI, COMUNICAZIONI»**
G. Vigorelli - B. Benedini - M. Miccio - A. Desiata - P. Gnes - M. Sella - S. Preda
P. Fassino - P. Pasini - marzo 2000
- N. 173 **«INVESTIMENTI FISSI E GESTIONE DEL PATRIMONIO DELLE BANCHE»**
P. Gualtieri - G. Scorza - G. Rosnati - P. Gavazzi - marzo 2000
- N. 174 **«LA CONCENTRAZIONE SUL MERCATO DEGLI SCAMBI DI AZIONI: I PROBLEMI APERTI E L'OPINIONE DEGLI OPERATORI»**
A. Banfi - M. Calzolari - F. Chiappetta - G. Ferrarini R. Hamauì - G. Makula - G. Verzelli - maggio 2000
- N. 175 **«L'OFFERTA DI CREDITO E DI SERVIZI FINANZIARI ALLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE»**
C. Faissola - M. Bianconi - maggio 2000
- N. 176 **«IL MERCATO DEI SERVIZI DI GESTIONE PROFESSIONALE DEL RISPARMIO: ASPETTI DOMESTICI E INTERNAZIONALI»**
T. Bianchi - L. Rondelli - A. Ferrari - B. Bianchi - maggio 2000
- N. 177 **«IL RATING INTERNO E LA GESTIONE DEI RISCHI BANCARI NEI GRUPPI CREDITIZI»**
R. Masera - giugno 2000

- N. 178 **«STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DIRETTO, CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI E SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ DI IMPIEGO»**
A. Patarnello - V. Conti - M. Maccarinelli - P.D. Gallo - giugno 2000
- N. 179 **«TENDENZE DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA DI CREDITO BANCARIO»**
D. Gronchi - L. Sibani - luglio 2000
- N. 180 **«MISURAZIONE E GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO»**
C. Santini - G. Carosio - P. Marullo Reedtz - luglio 2000
- N. 181 **«LE COMPONENTI DEL RENDIMENTO DEI PORTAFOGLI GESTITI. UN'APPLICAZIONE DELLA *PERFORMANCE ATTRIBUTION* AI FONDI BILANCIATI DI DIRITTO ITALIANO»**
G. Petrella - febbraio 2001
- N. 182 **«I BENEFICI DI CREAZIONE DI VALORE NELL'ACCESSO DELLE BANCHE AI MERCATI ORGANIZZATI»**
A. Nagel - maggio 2001
- N. 183 **«LA DIFFUSIONE DELLE TECNOLOGIE INFORMATICHE: IMPLICAZIONI PER GLI ASSETTI ORGANIZZATIVI DEGLI INTERMEDIARI E DEI MERCATI»**
V. Pontolillo - A. Tantazzi - T. Cartone - maggio 2001
- N. 184 **«LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE E DEI GRUPPI BANCARI ITALIANI»**
G. Pirovano - F. Pepe - giugno 2001
- N. 185 **«LA CONCORRENZA NELL'OFFERTA DI SERVIZI FINANZIARI: MERCATI, BANCHE E ALTRI OPERATORI»**
T. Bianchi - F. Panetta - M. Calzolari - luglio 2001
- N. 186 **«L'OFFERTA DI SERVIZI FINANZIARI DA PARTE DI OPERATORI ESTERNI AL SETTORE BANCARIO»**
A. Banfi - C. Passera - G. Cappelletti - luglio 2001
- N. 187 **«LA NUOVA NORMATIVA INTERNAZIONALE SUI REQUISITI PATRIMONIALI»**
G. Carosio - P. Marullo Reedtz - M. Venturino - luglio 2001
- N. 188 **«VERSO UNA NUOVA BRETTON WOODS: UN PROGETTO PER USCIRE DALLA CRISI FINANZIARIA INTERNAZIONALE»**
L. H. Larouche - settembre 2001
- N. 189 **«L'IMPATTO DEL DIRITTO COMUNITARIO SULL'E-BANKING»**
S. Scotti Camuzzi - ottobre 2001
- N. 190 **«LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO E LE PROSPETTIVE DEI BILANCI BANCARI»**
S. Rossi - G. Morcaldo - G. Vaciago - gennaio 2002
- N. 191 **«REPUTAZIONE E DEONTOLOGIA PROFESSIONALE DELLE BANCHE NEI RAPPORTI CON LA CLIENTELA NEL CONTESTO DELLA NEW ECONOMY»**
C. Santini - B. Bianchi - A. Finocchiaro - febbraio 2002

- N. 192 **«GLI EFFETTI DELLE COMMISSIONI D'INCENTIVO SULLE PERFORMANCE DEI FONDI COMUNI»**
E. J. Elton - M. J. Gruber - C. R. Blake - febbraio 2002
- N. 193 **«IL RISCHIO OPERATIVO»**
R. Locatelli - E. Magistretti - P. Scalerandi - G. Carosio - marzo 2002
- N. 194 **«LE CRISI FINANZIARIE INTERNAZIONALI: RISCHIO PAESE ED EFFETTI SULLE BANCHE ITALIANE»**
M. Lossani - P. Marullo Reedtz - L. Benassi - giugno 2002
- N. 195 **«LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA ITALIANA E INTERNAZIONALE»**
G. Morcaldo - S. Rossi - G. Vaciago - giugno 2002
- N. 196 **«CAPITALE E RISCHIO: RECENTI TENDENZE E PROSPETTIVE NELLA PATRIMONIALIZZAZIONE DELLE BANCHE ITALIANE»**
R. Masera - R. Maino - luglio 2002
- N. 197 **«LA REGOLAMENTAZIONE NEI RAPPORTI CON LA CLIENTELA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO»**
G. D'Agostino - A. Iulucci - luglio 2002
- N. 198 **«I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ BANCARIA»**
F. Panetta - V. De Bustis - F. Innocenzi - luglio 2002
- N. 199 **«LA GESTIONE DEL PATRIMONIO DELLE BANCHE»**
E. Paolillo - C. Costamagna - S. Theodore - luglio 2002
- N. 200 **«I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»**
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 **“L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI”**
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 **“PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA”**
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 **“I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO”**
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 **“PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE”**
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 **“I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI”**
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252

Finito di stampare Luglio 2003

