

Luigi Spaventa

(Professore di Economia, Università degli Studi di Roma Tor Vergata; già Presidente Consob)

Il compito dei regolatori oggi, per tutelare gli “outsider” dagli abusi degli “insider”, è diventato complesso e difficile. Le cose erano migliorate, ma poi ci stati almeno tre sviluppi della situazione, che sono alla base anche dei recenti scandali societari: l’innovazione finanziaria che ha offerto occasioni di manipolazione della cosiddetta *revenue recognition* in presenza di principi contabili non esaustivi; poi la globalizzazione che ha offerto la possibilità di usare entità offshore; infine il nuovo ruolo delle istituzioni finanziarie, che non fanno più solo erogazione di credito ma consulenza per architettura finanziaria, da cui derivano convergenze di interessi con quelli che dovrebbero essere vigilati e contrasti di interessi con gli investitori.

Il sistema regolatorio non ha tenuto il passo con queste tendenze. L’autoregolamentazione ha dimostrato tutti i suoi limiti. Il sistema dei controlli interni e dei revisori esterni hanno mostrato gravi falle, soprattutto negli Usa, manifestando convergenze di interessi fra controllori e controllati. C’è stato anche un fallimento dei controlli ambientali, in particolare nel ruolo di stampa e televisione che sono servite a gonfiare i corsi nel periodo della bolla anche quando si ravvisavano delle crepe.

Le reazioni: negli Usa ci sono stati pesanti interventi di natura giudiziaria e interventi regolamentari che hanno investito la responsabilità degli amministratori e dei revisori. In Europa si è reagito con una serie di direttive, la più importante delle quali riguarda gli abusi di mercato, poi quelle sul prospetto informativo, sulla trasparenza, sui servizi di investimento, sulla revisione contabile, oltre alle raccomandazioni sugli amministratori indipendenti e sui compensi degli amministratori. In Italia abbiamo fortunatamente recepito, con soli sei mesi di ritardo, la direttiva sugli abusi di mercato, che prevede non solo la responsabilità dei singoli ma anche la punibilità della società.

Ci sono stati comunque degli interventi che devono aver tenuto conto dell’ambiente di ogni paese. E qual è l’ambiente italiano? E’ un ambiente con un’elevata concentrazione della proprietà del controllo, dove quindi è meno rilevante il problema dei manager onnipotenti perché i padroni li controllano bene, mentre è molto più rilevante il problema di controllare l’azionista di controllo. Vi è poi un controllo proprietario quasi esclusivo delle banche nei servizi di investimento, nella gestione del risparmio, nei mercati e quindi problemi di conflitto d’interesse e di trasparenza. Vi è inoltre una scarsa rilevanza dei controlli da parte dei media.

In questa situazione il legislatore italiano ha reagito col disegno di legge sulla tutela del risparmio, che è ancora fermo al Senato. La valutazione generale su questo disegno di legge a mio avviso è positiva, nonostante alcune imperfezioni. Tra i punti controversi c’è il fatto che non si limita agli amministratori indipendenti ma introduce la possibilità di avere nelle società anche amministratori di minoranza, un punto su cui sono d’accordo con la proposta legislativa.

Un’altra questione controversa riguarda le operazioni con parti correlate, che sono il veicolo principale di svuotamento del valore di una società a spese degli azionisti. Questo articolo è scritto malissimo e non potrà mai funzionare, perché mette un limite di 5000 euro per convocare l’intero Consiglio di Amministrazione, mentre basterebbe rifarsi all’esperienza inglese che addirittura richiede approvazioni assembleari per operazioni che eccedano certi limiti in percentuali.

Con gli opportuni correttivi, a mio avviso, il disegno di legge consentirebbe un notevole passo avanti nella protezione degli investitori.

Per concludere, norme e regole sono condizione necessaria ma non sufficiente per la tutela. Le sanzioni devono essere tali da costituire un'efficacia deterrente, ma non sempre lo sono.

Inoltre devo constatare che la rapidità e l'efficienza della protezione legale non sono elevate in Italia, e che servirebbe una maggiore cura all'*investor educations* e ai controlli ambientali, donde l'importanza dei mezzi di comunicazione la cui funzione postulerebbe un'assenza dei conflitti d'interesse e un'adeguata professionalità.