



MERCATI E TRASPARENZA
LA PROTEZIONE DEGLI INVESTITORI

**Indispensabile una trasformazione
della Consob sul modello americano**

**Le difficoltà nell'integrazione dei sistemi
comunitari frenano le nuove normative**

Risparmio senza tutela penale

Le sanzioni della giustizia italiana non fermano le frodi

MILANO ■ È l'ultima spiaggia. Ma in Italia è anche l'unica. La repressione penale dei reati finanziari è uno strumento potente ma che perde efficacia nella tutela del risparmio quando è il solo disponibile. Creando distorsioni nell'intervento della magistratura, spesso con competenze ridotte, e limitando l'azione dei manager impegnati nel risanamento delle società coinvolte. A queste carenze specifiche si aggiungono quelle più generali della giustizia italiana: tempi lunghi e incerti, assenza di certezza della pena. La vera vittima, nel nostro Paese, sono i risparmiatori traditi. Mentre altrove, per esempio negli Usa, la faretra della tutela del risparmio è piena di frecce ben appuntite.

«Negli Stati Uniti la maggiore efficacia della repressione dei reati finanziari, e quindi la deterrenza delle sanzioni, è legata al potere di indagine della Sec, che ha un'enorme banca dati e specialisti nei diversi rami», rileva Paolo Gualtieri, docente di economia dei mercati mobiliari alla Cattolica di Milano. Questa specializzazione manca nella magistratura penale, tanto più quando, come in Italia, è competente per territorio. Fanno eccezione, per l'esperienza accumulata nel tempo grazie alla presenza della principale piazza finanziaria italiana, i magistrati milanesi. La stessa esistenza degli specialisti produce deterrenza, perché accresce la probabilità che le frodi e i comportamenti illeciti siano scoperti.

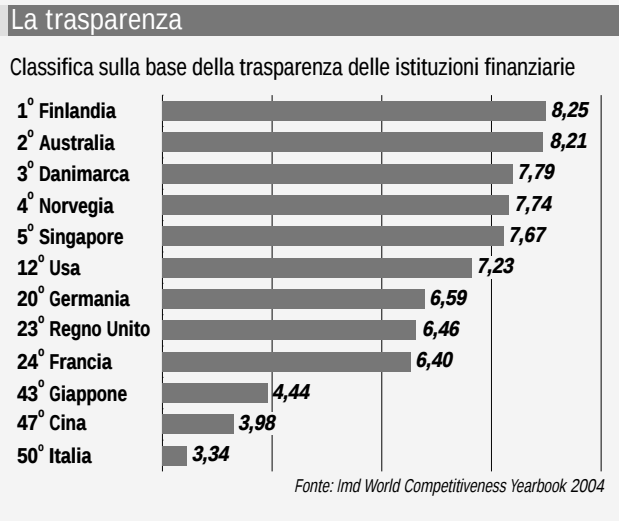
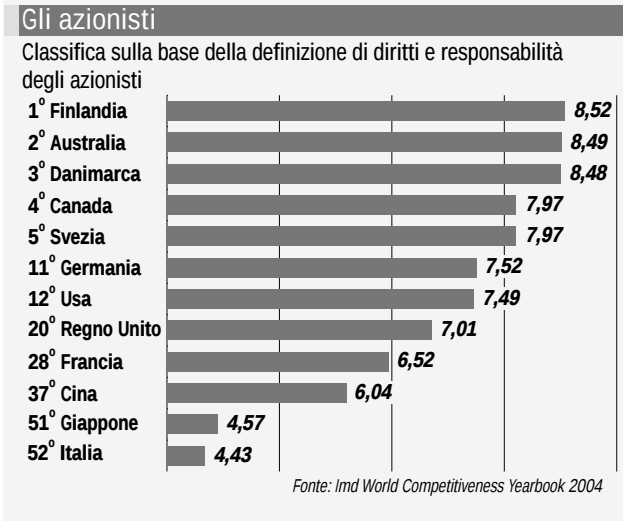
Scettico sull'efficacia della giustizia penale italiana nel tutelare i risparmiatori, così come è inquadrata nell'assetto istituzionale complessivo, è anche Piergaetano Marchetti, giurista e proretore della Bocconi: «Continuo a insistere che bisogna lavorare e molto sulla *corporate governance*, sui processi decisionali interni alle società, per evitare che l'amministratore delegato diventi un monarca assoluto. Quando il

Piergaetano Marchetti propone di rafforzare i controlli interni alle aziende

I ritardi dell'Italia



La Guardia di Finanza porta faldoni di documenti Parmalat alla Procura di Parma (Ansa)



patatracc è fatto c'è poca soddisfazione a vedere qualcuno condannato alla galera». Una *corporate governance* efficiente è anche più importante di una lunga pena detentiva e dell'interdizione da cariche sociali. Che è un altro modo di dire che la giustizia penale da sola non è sufficiente. E sotto il profilo della *corporate governance* Marchetti sottolinea che le imprese italiane non siano adeguate, perché i processi deci-

sionali sono troppo spesso affidati ai singoli, per cui i meccanismi interni di controllo si inceppano. Di fatto, la giustizia penale in Italia svolge un ruolo di supplenza. In quanto la giustizia civile non funziona e la Consob è poco efficace. «Invece in America lo strumento penale è affiancato e rafforzato dalle azioni della Sec e delle stesse società di Borsa, come il Nyse», afferma Luca Enriques, esperto di diritto compa-

ratore e docente all'Università di Bologna.

Sicuramente è vero che nei casi più clamorosi, come Parmalat in Italia e il lungo elenco di imprese americane, tra cui WorldCom, la sanzione penale non ha funzionato da deterrente. Ma è altrettanto vero che essa ha impedito molti altri abusi che, proprio perché non commessi, non possono essere enumerati. Però la deterrenza funziona davvero là do-

ve ci sia certezza della pena e rapidità del giudizio. Come negli Usa, dove il ricorso in appello è giuridicamente limitato e chi è condannato effettivamente finisce in prigione per molti anni, oltre a essere per sempre interdetti da cariche societarie. «Da noi invece c'è un'antica cultura di sanzioni penali, che però non hanno mai funzionato nella pratica: nessuno è mai andato in galera per reati finanziari. D'altronde

come si fa a condannare a lunghe pene detentive per tali fattispecie quando spesso chi commette un omicidio sconta solo una piccola parte della condanna?», rileva Francesco Gianni, tra i più noti avvocati d'affari italiani.

Tutti gli esperti sono d'accordo: per un'effettiva tutela del risparmio, anche attraverso la giustizia penale, occorre introdurre nel sistema italiano strumenti modellati sul caso americano. Dove, per esempio, farebbe scalpore apprendere che la Consob può opporre ai giudici civili il segreto di ufficio e negare così la sua collaborazione. Quando di recente, durante un'indagine parlamentare, è stato suggerito di abolire tale prerogativa della Consob si è replicato che essa tutelava l'autorità di vigilanza, nel senso di non rendere trasparente quando, come e quanto effettivamente essa agisca e indaghi.

Viceversa, in America le *class action* (ossia le azioni legali promosse da gruppi di persone che si uniscono nel chiedere il risarcimento dei danni) vengono spesso intraprese proprio partendo dai risultati delle indagini della Sec, anche quando non sfociano in sanzioni. Inoltre, là c'è concorrenza tra studi legali e autorità di vigilanza e queste ultime vengono stimolate a investigare per evitare una brutta figura qualora le frodi fossero scoperte dagli studi legali che cercano occasioni per promuovere *class action*.

Una Consob in stile Sec è indispensabile per rafforzare la tutela del risparmio e ricondurre al giusto ruolo l'intervento in sede penale. Ma, spiega Gualtieri, è un processo che richiede un lungo traghettamento, perché innova profondamente la tradizione giuridica italiana e richiede l'adeguamento delle autorità italiane a responsabilità sicuramente tanto più impegnative. Inoltre, nell'ampliamento degli strumenti bisogna, sostiene Gianni, potenziare la giustizia civile, con maxirisarcimenti.

Per compiere questo complesso passaggio, cruciale per la crescita del sistema finanziario nazionale, in Italia non si vede ancora nessun traghettatore. E la giustizia penale rimane un approdo isolato e poco protetto.

LUCA PAOLAZZI

Bruxelles prende tempo sulla riforma dei servizi finanziari

MILANO ■ Parte in salita la grande riforma dei mercati finanziari europei. Il neo commissario per il Mercato interno, Charlie Mc Creevy, intervenuto lunedì ad un convegno a Londra, ha annunciato l'intenzione di proporre un rinvio di un anno delle norme contenute nella direttiva comunitaria sui servizi d'investimento (Mifid). Quelle regole, destinate a cambiare in profondità l'organizzazione dei mercati finanziari continentali, dovranno pertanto essere incorporate nelle legislazioni nazionali entro il aprile 2007, con uno slittamento appunto di 12 mesi rispetto al termine indicato nel testo attuale della direttiva. Lo stesso orientamento, ribadito il giorno successivo a Bruxelles nel corso di un convegno promosso da Assonime (Associazione italiana delle società per azioni), è la spia della complessità e anche le difficoltà che il processo di integrazione dei mercati attraversa.

In questi anni gli sforzi del legislatore europeo per accrescere la protezione degli investitori riducendo le asimmetrie esistenti da paese a paese non sono stati inferiori, per intensità, a quelli profusi nell'altra sponda dell'Atlantico. Soltanto che mentre al risposta Usa è stata, con la Sarbanes Oxley act, fin troppo rapida e determinata (al punto che ora si chiede l'attenuazione dei suoi vincoli più rigidi), le proposte europee hanno dovuto tener conto di un quadro giuridico ed istituzionale molto più articolato.

La *network regulation*. Direttive o regolamenti specifici sono stati approvati per armonizzare, tra l'altro, le regole sui reati finanziari (*market abuse*), sui prospetti informativi, sulla informazione finanziaria (*transparency*), sui principi contabili e, appunto, sui servizi d'investimento. Per rendere più veloce e flessibile il processo legislativo il Parlamento europeo ha adottato il metodo cosiddetto delle comitologia, con direttive "per principi" da attuare con decreti attuativi predisposti dal comitato delle Consob comunitarie (il Cestr), approvati da un organismo composto dai rappresentanti dei ministeri del Tesoro (Esc). Tutto ciò ha prodotto nel tempo un imponente massa di nuove regole, molte delle quali ancora in discussione. Così facendo è stato progressivamente ridotto lo spazio di manovra a disposizione dei Parlamenti nazionali ed ha fatto emergere alcuni trend nel processo di armonizzazione.

Il primo attiene appunto al ruolo sempre più importante che il Cestr sta

assumendo come perno di un network di regolatori che in futuro potrebbe trasformarsi in un'effettiva autorità unica di vigilanza. Vanno in questa direzione, tra l'altro, i poteri sanzionatori attribuiti alle Consob europee nella repressione dei reati finanziari e che potranno essere gestiti in modo integrato nel colpire gli illeciti su scala continentale.

La *leva della concorrenza*. Nell'armonizzare le norme di trasparenza su prospetti e informazione societaria è stato seguito un indirizzo "tradizionale" rendendo più incisivi gli obblighi di pubblicità. Più innovativo, ma anche più discusso, è l'approccio "di mercato" utilizzato soprattutto in materia dei servizi d'investimento nella convinzione che il rafforzamento degli stimoli concorrenziali rappresenti una leva per indurre una maggiore efficienza nei mercati europei. In nome di una maggiore competizione (tra intermediari e mercati) è stata ad esempio abrogata la regola della concentrazione degli scambi in Borsa che finora ha assicurato trasparenza agli scambi azionari in Europa ma anche creato

— sostengono i fautori della direttiva — ingiustificate rendite di posizione degli Exchange. Cuiosamente la nuova regolamentazione ha innescato un processo di concentrazione delle Borse continentali (progetti alternativi si confrontano tra le borse di Londra, di Francoforte ed il circuito di Euronext). Come verrà valutato dalle autorità antitrust continentali? «Sarà interessante vederlo — osserva il direttore generale di Assonime Stefano Micossi — appare perfino eccessiva la fiducia che sia sufficiente incrementare il numero dei competitor per produrre efficienza. La liquidità dei mercati azionari è una risorsa scarsa e in alcuni servizi (ad esempio per i servizi di custodia dei titoli) il ricorso ad un'unica struttura rappresenterebbe una soluzione più razionale che tante entità in competizione tra loro».

C'è poi chi vede, nella nuova Mifid un tradimento del metodo di comitologia. «Le direttive dovevano essere per principi — sottolinea il giurista Guido Ferrarini — ed invece sui servizi d'investimento è nata una legge inutilmente farraginoso e complicata che finirà per rendere più rigidi i mercati europei. È il frutto dei tanti compromessi politici necessari per comporre gli interessi in conflitto tra paese e paese. Ma, così facendo, il vantaggio della flessibilità si è perso».

RICCARDO SABBATINI

Italia / Tre milioni di cause pendenti

L'Italia aspetta ancora la legge sulla class action

MILANO ■ In Italia più di 5 persone su 100 hanno una causa civile in corso. Tanto che le cause pendenti in tutta la penisola ammontano a oltre 3 milioni. Anche per questo in tanti invocano a gran voce una legge per introdurre la cosiddetta "class action" nel nostro Paese. Eppure, sebbene il disegno di legge sulle "cause collettive" sia stato approvato alla Camera lo scorso luglio, ancora la

e Sai su Fondiaria le cause civili si sono moltiplicate. Deminor assiste per esempio un gruppo di circa 500 persone per portare avanti una causa da circa 50 milioni. E alcuni grossi investitori hanno fatto lo stesso per importi analoghi. Però si tratta solo di piccole minoranze rispetto al numero di persone che potrebbero promuovere una causa: la maggior parte dei risparmiatori rinuncia

infatti in partenza per il costo degli avvocati, perché preferisce evitare problemi o solo per pigrizia.

Per questo in tanti invocano una legge sulle cause collettive anche in Italia: una legge simile a quella americana. Quest'ultima si basa su due punti cardine. Uno: se arriva una sentenza di condanna, vengono risarciti tutti gli appartenenti alla "classe" danneggiata. Anche coloro che non si sono mai alzati dalla poltrona di casa. Due: gli avvocati portano avanti le cause a loro spese e solo alla fine ricevono una parcella

— stabilita dal giudice — in proporzione all'ammontare del recupero. Questo trasforma la "class action" in uno strumento di grande potere, anche se soggetto a possibili abusi da parte di avvocati troppo zelanti.

Il disegno di legge sulle azioni collettive italiane approvato dalla Camera a luglio e tuttora al vaglio del Senato, però, è ben diverso da quello americano. Il ruolo cardine non ce l'hanno gli avvocati, ma le camere di Commercio, le Associazioni dei consumatori e le Associazioni di categoria. Sono loro, infatti, ad avere la possibilità di esercitare l'azione di gruppo in tutti i casi in cui venga lesa un interesse collettivo. La richiesta può essere effettuata in conseguenza di atti illeciti plurioffensivi, commessi nell'ambito di rapporti giuridici relativi a contratti in materia di credito al consumo, rapporti bancari, assicurativi e così via. Ma tutto questo è ancora in "sospeso". In Senato.

MORYA LONGO

Stati Uniti / Mano pesante sui crack

Negli Usa si rischia l'interdizione a vita

NEW YORK ■ Una truffa da 11 miliardi di dollari, che ha battuto ogni record nella storia della Corporate America. Tre anni di attesa per il processo. Un imputato eccellente adesso alla sbarra: Bernard "Bernie" Ebbers. L'uomo che quasi dal nulla creò l'impero delle tlc WorldCom, comprò la MCI, per portarla poi al collasso. Questa settimana con Ebbers è cominciato, in una

non solo in termini finanziari: una condanna penale può costare, come è successo a Michael Milken dopo lo scandalo dei junk bond, anche l'interdizione a vita dall'industria dei servizi finanziari.

Sempre a New York è al via un nuovo procedimento - il primo era finito in nulla di fatto - contro Dennis Kozlowski, ex amministratore delegato della conglomerata Tyco e a sua volta alfiere degli spregiudicati anni Novanta, sospettato di aver saccheggiato le casse aziendali di 600 milioni di dollari per pagare uno stile di vita di gran lusso. In Alabama è decollato il processo sempre per truffa - 2,7 miliardi di dollari di trucchi contabili - a carico di Richard Scrushy, ex chief executive officer del colosso dei servizi sanitari HealthSouth. Mentre all'orizzonte si stagliano giornate in corte dedicate anche agli ex vertici della scomparsa regina del trading energetico Enron, soprattutto l'ex presidente Kenneth Lay. E ad una parte della famiglia Rigas del gruppo di mass media Adelphia - Michael Rigas era sopravvissuto a un primo processo contro il padre e il fratello. La requisitoria contro Ebbers ha inaugurato così una nuova fase di alto profilo nella crociata antitruffa e per la trasparenza che ancora scuote le imprese americane. Una crociata che ha visto sia interventi legislativi - le legge Sarbanes-Oxley - che azioni di regolamentazione e risarcimento - da parte della Sec - accanto ad un nutrito numero di casi penali minori già risultati in condanne, dalla regina del bon-ton Martha Stewart al banchiere di Wall Street Frank Quattrone. «Ebbers ha mentito non una volta, non due, ma in continuazione _ ha tuonato il viceprocuratore David Anders _ Quando chiedeva di rispettare obiettivi di bilancio dava altrettanti ordini di manipolare i conti».

MARCO VALSANIA



L'ex Ceo Worldcom, Bernie Ebbers (AnsaWeb)

Dopo lo scandalo dei junk bond di Milken il giro di vite della Sec



Il presidente del Santander, Emilio Botín (Ap)

Spagna / Tra malversazioni e governance

Da Botín a Ybarra, banchieri nel mirino

MADRID ■ Pensioni troppo generose, fondi neri, presunte irregolarità contabili. Negli ultimi giorni i grandi nomi del mondo bancario spagnolo sono sotto i riflettori, ma non per ragioni strettamente economiche. Un periodo agitato, almeno dal punto di vista giudiziario.

Sorridente, ieri il presidente della prima banca spagnola (il Gruppo Santander) si è

La difesa, al contrario, ricorda che i titoli Sch registrarono una forte rivalutazione: quasi il 47% in pochi mesi. Non solo: il pagamento delle indennità fu deciso e approvato all'unanimità dal cda, che ha sempre riconosciuto il lavoro di Amusatégui e Corcóstequi. I promotori della querela sono Rafael Pérez Escobar (ex dirigente di Baneasto) e l'avvocato Francisco Franco Otegui,

fondatore dell'Associazione per la difesa degli investitori e dei clienti. L'accusa di presunta appropriazione indebita (contro Botín) prevede una pena da 6 a 12 anni; per gli altri due imputati si va dai 4 agli 8 anni. La procura dell'Audiencia Nacional ha già chiesto in diverse occasioni l'archiviazione del caso, perché reputa che non esista reato. «Ho completa fiducia» nella giustizia spagnola, ha detto ieri Botín fuori dall'Audiencia Nacional.

Nei prossimi mesi potrebbe iniziare un altro processo molto atteso. Sul banco degli im-

Anche Gonzalez ritorna sotto accusa Scoppia la polemica politica

presentato all'Audiencia Nacional per il processo sui cosiddetti «pensionamenti milionari». Accanto a Emilio Botín, c'erano gli altri due imputati: l'ex co-presidente José Maria Amusatégui e l'ex a.d. Ángel Corcóstequi. La prima attesissima udienza si è conclusa subito: il processo è stato sospeso e rimandato a lunedì prossimo, per permettere all'accusa di analizzare i nuovi documenti presentati dalla difesa. Documenti che dovrebbero dimostrare che le indennità pagate ad Amusatégui e Corcóstequi quando lasciarono la banca — rispettivamente nel 2001 e nel 2002 — non pregiudicarono né l'istituto né gli azionisti, come sostiene l'accusa. I due ex dirigenti del Santander ricevettero 43,7 e 108 milioni. Secondo i due azionisti che hanno presentato la denuncia, le indennità servirono a Botín per assumere completamente le redini del comando (dopo la fusione Santander-Central Hispano), andaronò a discapito dei piccoli investitori.

putati potrebbero sedersi l'ex co-presidente del Bbva Emilio Ybarra e cinque ex consiglieri dell'entità, coinvolti nel cosiddetto "caso Bbv". Lo scandalo dei fondi neri del Bbv — esploso nel 2002 — riguarda presunti conti segreti che alcuni ex dirigenti del gruppo mantennero per 13 anni, prima della fusione con Argentaria (che diede vita al Bbva). Secondo la stampa spagnola, il processo potrebbe cominciare il 4 aprile.

La scorsa settimana, la Cnmv, la Consob spagnola, ha aperto un'indagine per presunte irregolarità contabili nella vendita di una società di Francisco González (numero uno del Bbva) a Merrill Lynch, nove anni fa. L'inchiesta è stata archiviata, ma ieri la procura anticorruzione ha deciso di studiare la vicenda. Il caso ha fatto esplodere una grave polemica politica: l'opposizione accusa implicitamente il Governo di aver utilizzato l'indagine per indebolire González.

MICHELA CORICELLI