

## Considerazioni sulla tutela del risparmio a margine degli interventi di riforma del legislatore statunitense e di quello italiano

di Andrea Pierini

Sommario: 1. Considerazioni introduttive. – 2. Italia e Stati Uniti di fronte alla crisi dei mercati finanziari: comune natura emergenziale degli interventi di riforma approvati. – 3. Diversità dei problemi di partenza – diversità delle risposte ordinamentali. Profili rilevanti per un'indagine comparativa. – 4. Crisi delle società statunitensi e *gatekeepers failure*. – 5. La risposta del legislatore statunitense. – 6. Il dibattito dottrinale circa l'attuazione del *Sarbanes-Oxley Act*: le critiche dei teorici del federalismo competitivo. – 7. (Segue): Ulteriori problematiche correlate alla crescita dei costi derivanti dalla riforma. – 8. La lezione statunitense, la crisi italiana, prime valutazioni delle scelte compiute dal legislatore.

1. – La lesione dell'integrità dei mercati finanziari, conseguente alle gravi crisi che hanno coinvolto alcuni grandi gruppi di società quotate, sia negli Stati Uniti che in Europa, continentale a partire dal 2001, ha posto con forza il problema del rafforzamento delle garanzie di tutela del risparmio e della regolamentazione degli stessi mercati, attraverso una serie di interventi coordinati aventi ad oggetto la *governance* delle società quotate, la riorganizzazione dei poteri delle autorità di vigilanza, la revisione delle regole in materia di circolazione degli strumenti finanziari e del ruolo dei revisori contabili.

Un problema, quello della tutela del risparmio, suscettibile di assumere notevole interesse anche dal punto di vista della giuspubblicistica, tanto per la dimensione costituzionale degli interessi giuridicamente protetti ad essa sottostanti, quanto per la necessità di inserire il materiale normativo, giurisprudenziale e dottrinale proprio dell'esperienza ordinamentale oggetto di analisi in un quadro integrato, connotato dall'apporto costante del diritto comunitario e dall'interrelazione con altri modelli di "diritto dei mercati finanziari" come quello statunitense.

Peraltro la circostanza per cui in tutti i più importanti sistemi economici a capitalismo avanzato si stiano apportando dei correttivi, sia in termini di rafforzamento degli elementi di regolazione, che di vigilanza, al funzionamento ed all'organizzazione giuridica dei mercati finanziari, non è spiegabile solamente in termini di reazione nei confronti delle distorsioni indotte dai fenomeni patologici di "fallimento del mercato" quali quelli in precedenza richiamati.

La necessità di rafforzare una cornice di regole condivise che, superando l'ambito degli ordinamenti nazionali, investano, oltre alla "dimensione privatistica" dei rapporti giuridici tra soggetti operanti all'interno dei mercati finanziari (e cioè, secondo la tradizionale distinzione, tra soggetti "emittenti" strumenti finanziari, imprese specializzate nell'intermediazione finanziaria e investitori sugli stessi mercati), quella "pubblicistica" della vigilanza sul rispetto delle regole (e degli interventi di tutela e di sanzione da svolgere nei casi di violazione di queste ultime), rappresenta, infatti, la conseguenza di un'evoluzione sistemica più ampia, ed in corso da anni, verso la globalizzazione e l'integrazione degli stessi mercati.

Da questo punto di vista, infatti, è diffusa in dottrina la consapevolezza per cui la locuzione "mercati finanziari", al di là del contenuto generalissimo che contraddistingue gli ambiti giuridici ed economici nei quali operatori specializzati e qualificati svolgono attività di vario genere in materia di investimento di risparmi o comunque di risorse finanziarie, sotto la

vigilanza di pubblici poteri<sup>1</sup>, stia assumendo oramai la valenza di una "sintesi verbale" che rinvia ad un universo multiforme di attività di intermediazione, esercitate da una composta pluralità di operatori costituenti la c.d. industria dei servizi finanziari.

Di qui il superamento della tradizionale separazione tra mercati finanziari ed il passaggio ad una conformazione integrata, sia in senso verticale che orizzontale, delle tradizionali attività di intermediazione (creditizia, assicurativa e mobiliare), in quanto esercitate da "gruppi multifunzionali" che utilizzano in modo sinergico le medesime reti per produrre e vendere servizi bancari, di intermediazione finanziaria in senso stretto ed assicurativi.

Se si considera, infine, la dimensione oramai globalizzata degli stessi mercati finanziari, in quanto conseguenza della possibilità di operare le relative transazioni in via telematica, la conclusione che se ne trae non può essere che quella della necessità di costruire e consolidare un sistema di norme ed istituzioni di regolazione in grado di conseguire contestualmente "risultati di stabilità macroeconomica del sistema finanziario complessivamente considerato e risultati di stabilità microeconomica dei singoli soggetti e comparti dell'industria dei servizi finanziari; (r)isultati di trasparenza e di correttezza nell'agire delle banche, delle Sgr società di gestione del risparmio e delle altre imprese di intermediazione mobiliare; (r)isultati di efficienza dei mercati ... e di *accountability* delle autorità di pubblica vigilanza<sup>2</sup>.

Istituendosi un parallelismo con le normative a tutela dei consumatori, questa molteplicità di finalità della regolazione dei mercati azionari è stata ricondotta a due obiettivi principali consistenti, da una parte, nella garanzia di un'"adeguata informazione sul prezzo dei titoli" e, dall'altra, nell'"assicurare che gli azionisti delle società aperte siano protetti da una struttura di *governance* efficiente"<sup>3</sup>.

L'effettiva realizzazione di tale molteplicità di obiettivi è, dunque, la condizione per un corretto funzionamento dei mercati finanziari, in quanto retto dalla permanente fiducia dei risparmiatori nella possibilità di ottenere la massima remunerazione del capitale investito a fronte della domanda di liquidità proveniente dai singoli emittenti strumenti finanziari (domanda mediata dall'industria dei servizi finanziari)<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> S. Amorosino, C. Rabitti Bedogni, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2004, 1.

<sup>2</sup> M. Bessone, *Investimento finanziario, diritto europeo dei mercati mobiliari, discipline di pubblica vigilanza*, in *Diritto e Diritti - rivista giuridica on line*, in sito internet: [www.diritto.it/articoli/commerciale/banche](http://www.diritto.it/articoli/commerciale/banche) 9.html, 2. Per alcune interessanti notazioni circa le trasformazioni indotte dall'era telematica sul ruolo dei pubblici poteri ed i rapporti giuridici tra privati nell'ambito di quello che viene usualmente definito "nuovo Mercato" v. S. Amorosino, *Le funzioni dei pubblici poteri nazionali nell'era delle reti*, in S. Amorosino, G. Morbidelli, M. Morisi, *Istituzioni Mercato e democrazia - Liber Amicorum per gli ottanta anni di Alberto Predieri*, Torino, Giappichelli, 2002, 27 ss.

<sup>3</sup> AA.VV., *Diritto societario comparato*, Bologna, Il Mulino, 2005, 24, ed. or., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and functional approach*, Oxford, Oxford University Press, 2004.

<sup>4</sup> E' stato opportunamente osservato che «l'esperienza recente ha messo in evidenza come il sistema finanziario possa essere attaccato non solo da tragici eventi terroristici ma anche da "truffe contabili" che affossano la credibilità di importanti complessi societari, incidendo negativamente sul rapporto fiduciario che lega i risparmiatori ai mercati. La trasparenza, l'efficienza ed il recupero di credibilità ... sono divenute "parole d'ordine" nella realizzazione di un vasto progetto che mira a recuperare ai mercati la loro funzione fondamentale di centri per l'allocazione efficiente dei capitali...», F. Capriglione (cur.), *Diritto delle Banche degli Intermediari Finanziari e dei Mercati*, Bari, Cacucci Editore, 2003, 61.

E' chiaro, pertanto, che la serie di interventi normativi che l'analisi comparata del diritto dei mercati finanziari ha di recente messo in luce si giustifica, oltre che per la necessità contingente di fare fronte ai gravi scandali, verificatisi a partire dal 2002 e tali da ledere la fiducia dei risparmiatori, per l'ulteriore esigenza di adeguare e rafforzare le garanzie di tutela di questi ultimi, a fronte di un'evoluzione strutturale più generale della configurazione dei mercati, in quanto connotata dalla supremazia dell'economia finanziaria su quella reale, dalla globalizzazione degli stessi mercati e dall'affermazione di una diffusa osmosi<sup>5</sup> tra istituzioni creditizie, finanziarie, assicurative, di finanza, di impresa.

Se, dunque, esiste un substrato comune di elementi e di spinte, frutto sia di fattori contingenti che di più profonde trasformazioni inerenti al sistema dei mercati finanziari, verso una diffusa revisione delle regole giuridiche disciplinanti questi ultimi, nondimeno l'indagine comparativa relativa ai profili evolutivi dei diversi ordinamenti di settore evidenzia la varietà di soluzioni adottate in vista del perseguimento della molteplicità di obiettivi in precedenza richiamati.

Tale molteplicità di soluzioni (nonostante gli elementi di uniformità introdotti, ad esempio, in Europa dalle regole di armonizzazione stabilite dal diritto comunitario<sup>6</sup>), induce a scelte differenziate riguardanti una serie di profili nevralgici per il funzionamento dei mercati finanziari, quali, ad esempio: i diversi regimi di *disclosure* e dei concorrenti obblighi di informazione a carico delle società quotate e degli intermediari finanziari, i sistemi delle regole di *corporate governance* finalizzate a garantire la c.d. "democrazia societaria"<sup>7</sup> e la prevenzione dei conflitti di interesse e di quelli che gli economisti definiscono problemi di *agency*<sup>8</sup>, la stessa articolazione delle funzioni degli organi preposti alla vigilanza sui mercati, nonché dei rimedi di tutela attivabili dagli investitori in ipotesi di frodi o comportamenti colposi imputabili all'industria dei servizi finanziari e/o ai soggetti preposti al controllo di quest'ultima e/o agli emittenti strumenti finanziari.

Nella consapevolezza della grande ampiezza e complessità delle tematiche richiamate (sia dal punto di vista dei settori della *scientia iuris* necessariamente coinvolti, che da quello della notevole varietà degli ordinamenti di settore da porre a base di una seria indagine comparativa), il presente contributo si limiterà a svolgere alcune note generali utili per un raffronto tra gli indirizzi normativi in materia di tutela del risparmio, perseguiti negli interventi

---

<sup>5</sup> La notazione è di A. Predieri, *Il potere della banca centrale: isola o modello?*, Firenze, Passigli Editore, 1996, 17 ss.

<sup>6</sup> V. G. Carriero, *Fonti ed effetti del diritto della banca e dei mercati finanziari*, in *Dir. Banca Merc. Fin.*, 4, 2002, 532 ss.

<sup>7</sup> Intesa come possibilità per gli azionisti di disporre delle informazioni necessarie all'esercizio dei diritti di partecipazione e di controllo sulla gestione della società.

<sup>8</sup> Al riguardo si è parlato di un generale processo involutivo di deterioramento morale ed operativo intervenuto nel mondo professionale e societario non solamente americano. Con riferimento alla generale «involuzione del *management* del mercato finanziario americano», v. le interessanti riflessioni di M. Vitale, contenute dapprima in alcuni articoli pubblicati dal *Corriere della Sera*, successivamente ai grandi crack delle società statunitensi del 2002 (v. *Corriere della Sera* del 18-9-2002 e del 19-9-2002), poi inserite in un più ampio contributo monografico dal titolo: *America punto a capo*, Milano, Scheiwiller, 2002.

di riforma rispettivamente approvati negli Stati Uniti (con particolare riferimento al *Sarbanes – Oxley Act* del 2002)<sup>9</sup> e da ultimo in Italia<sup>10</sup>.

2. – La recente approvazione, da parte del legislatore italiano, di un ampio intervento di riforma del diritto dei mercati finanziari consente di individuare più compiutamente le risposte che lo stesso ordinamento ha inteso dare, dopo un biennio di acceso dibattito, alla forte domanda di incremento delle garanzie di tutela per i risparmiatori, ingenerata sia dalla crisi di alcune grandi società quotate (Cirio, Parmalat), che, più di recente, dalle problematiche riguardanti la vigilanza sul settore bancario e, più in generale, lo stesso rapporto tra banche ed imprese, riemerse con le vicende collegate ai tentativi di scalata di due noti istituti di credito del nostro paese (Banca Nazionale del Lavoro, Banca Antoniana Veneta).

Sul piano teleologico, dunque, un primo elemento di similitudine che pare accomunare l'intervento del legislatore italiano rispetto a quello statunitense è quello della natura emergenziale delle stesse leggi di riforma (*emergency legislation*), in quanto dirette a restituire fiducia agli investitori e credibilità alle istituzioni preposte alla vigilanza dei rispettivi mercati finanziari, a fronte dei gravi episodi di *market abuse* richiamati in precedenza.

La necessità condivisa di reagire a situazioni di crisi suscettibili di ingenerare notevole allarme tra gli investitori e di ledere l'equilibrio degli stessi mercati ha, dunque, favorito, sul piano del *political process*, la formazione di un accordo *bipartisan* tra gli opposti schieramenti parlamentari, circa le linee fondamentali degli interventi di riforma.

Un tale accordo, che negli Stati Uniti induceva all'approvazione del *Sarbanes – Oxley Act* (SOX) nei mesi del 2002 immediatamente successivi ai crack di alcune grandi società quotate in borsa (come la Enron e la Worldcom), richiedeva invece un iter molto più lungo e faticoso da parte del legislatore italiano, sia sotto il profilo della tempistica dell'intervento legislativo, che da quello dei contenuti della medesima riforma.

Dopo che, infatti, vari disegni di legge in materia di tutela del risparmio erano rimasti giacenti in Parlamento per oltre un biennio, senza ricevere l'appoggio compatto almeno dei componenti della stessa maggioranza parlamentare, la spinta finale verso l'approvazione definitiva della legge si verificava solamente a seguito del precipitare della credibilità dell'autorità preposta alla vigilanza del mercato creditizio, indotta dalle indagini penali promosse a carico dei vertici di alcuni istituti di credito e compagnie assicurative in occasione dei tentativi di scalata delle importanti banche italiane sopraccitate, indagini che coinvolgevano l'esercizio delle funzioni di controllo da parte del Governatore della Banca d'Italia.

Dal punto di vista della diversa tempistica degli interventi di riforma, dunque, l'immediatezza della risposta operata dal legislatore statunitense nei confronti dei gravi scandali verificatisi nel 2002 ha indotto alcuni commentatori<sup>11</sup> a sottolineare in chiave positiva il dinamismo e la capacità di reazione dimostrata dal sistema politico e dalle

---

<sup>9</sup> SOX, Pub. L. No. 107/204, 2002 U.S.C.C.A.N. (116 Stat.) 745.

<sup>10</sup> L. n. 262 del 28-12-2005 intitolata: *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*.

<sup>11</sup> Es. S. Romano, editoriale Corriere della Sera 16-7-02. In dottrina v. B. Holmstrom, S. N. Kaplan, *The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?*, paper edito dal Social Science Research Network, in sito internet [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=441100](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=441100).

istituzioni di quell'ordinamento, in quanto espressione della corsa verso la modernità dimostrata dal sistema capitalistico americano.

Una tale valutazione, tuttavia, non può considerarsi unanimemente condivisa, né da parte di altri acuti osservatori italiani del processo di revisione della legislazione in materia di mercati finanziari statunitensi avviatosi nel 2002<sup>12</sup>, né, tanto meno, nell'ambito della stessa dottrina statunitense<sup>13</sup>.

Da parte di alcuni settori di quest'ultima, ad esempio, facendo leva su di una formula elaborata in uno studio<sup>14</sup> avente ad oggetto il collegamento tra grandi crisi finanziarie e *trends* nella regolazione dei mercati, è stata evidenziata l'esistenza di un rapporto di proporzionalità diretta tra situazioni di crollo dei mercati azionari ed espansione di normative dirette ad imporre vincoli (*mandates*) ed elementi di regolazione nel funzionamento degli stessi; in quest'ottica la necessità di restituire prontamente fiducia ai risparmiatori a fronte dell'allarme indotto dai grandi *crack* finanziari del 2002 avrebbe sicuramente favorito l'approvazione di una serie di proposte di regolazione dei mercati, già da tempo elaborate da studiosi ed esperti di politiche pubbliche, operanti in stretto collegamento con il Governo Federale e con la *Security Exchange Commission* (SEC).

Come si vedrà più ampiamente nella seconda parte del presente contributo la fondamentale critica che viene mossa nei confronti delle normative costituenti il risultato di un tale iter di formazione è quello del difetto di un'adeguata ponderazione dei relativi contenuti e della tendenza alla c.d. iper-regolazione, cioè all'introduzione di discipline eccessivamente vincolistiche (oltre che di scarsa efficacia) dei regimi di *disclosure*, della *corporate governance* e del sistema dei controlli e delle responsabilità correlati al funzionamento dei mercati finanziari<sup>15</sup>.

Una critica, quella del carattere affrettato dei recenti interventi legislativi in materia di tutela del risparmio che ha trovato, del resto, ampia condivisione anche in Italia, nell'ambito delle prime valutazioni concernenti la riforma recentemente approvata dal Parlamento<sup>16</sup>.

L'affinità di *ratio* che ha caratterizzato il procedimento di formazione degli interventi legislativi in materia di tutela del risparmio costituisce, pertanto, un fattore interpretativo di sicuro rilievo nell'analisi comparativa dei relativi contenuti normativi.

---

<sup>12</sup> V. i contributi di M. Vitale, cit, nota 5.

<sup>13</sup> Per una critica della natura emergenziale del SOX e della contestuale inefficacia delle fondamentali scelte di politica legislativa operate dalla riforma rispetto agli obiettivi perseguiti si v., da ultimo, R. Romano, *The Sarbanes – Oxley Act and the Macking of Quack Corporate Governance*, in 114 Yale L. J. 1523 – 1603.

<sup>14</sup> S. Banner, *Anglo - American Securities Regulation: Cultural and Political Roots 1690 – 1860*, Cambridge, Cambridge University Press, 1998, 257. Per converso veniva invece sottolineato come situazioni di boom dei mercati azionari ostacolassero penetranti interventi di regolazione da parte del legislatore.

<sup>15</sup> R. Romano, *The Sarbanes – Oxley Act ...*, cit., 1594 ss.

<sup>16</sup> V. ad es. le critiche mosse da G. Rossi, le quali hanno avuto ampio risalto sulla stampa nazionale (*ex multis* v. Corriere della Sera 13-1-2006, pag. 27). Per una valutazione degli sforzi compiuti dal legislatore statunitense per configurare un nuovo modello di vigilanza sui mercati finanziari, fondata sul rafforzamento delle garanzie e dei controlli a favore degli investitori v. M. Bessone, *Mercato finanziario, tutela del risparmio e pubblica vigilanza – Lo scenario internazionale e il caso italiano*, sintesi dell'intervento svolto nel corso di un convegno organizzato dall'Università della Calabria nel Giugno 2004, in Approfondimenti giuridici del sito internet [www.jei.it/approfondimenti\\_giuridici](http://www.jei.it/approfondimenti_giuridici) (12-10-2004).

3. – La stessa analisi comparativa, peraltro, in quanto avente per oggetto il raffronto tra legislazione statunitense ed italiana, al di là dell'omogeneità della scelta tematica, non potrà che essere influenzata dalle profonde divergenze esistenti nelle strutture societarie e nella disciplina dei mercati finanziari e, più in generale, dei sistemi capitalistici dei due ordinamenti. Una differenza riscontrabile, in primo luogo, nell'individuazione del quadro problematico di riferimento che in ognuno dei due modelli ha provocato, dapprima la crisi del sistema e, successivamente, lo sforzo del legislatore di fare fronte ai pericoli di fallimento dei mercati, indotti dagli eventi precedentemente richiamati.

Non vi è dubbio, infatti, che l'opera di approfondimento dei contenuti e della portata degli indirizzi di riforma perseguiti dal legislatore statunitense debba necessariamente tenere conto delle peculiarità del modello di capitalismo proprio di quell'ordinamento, in quanto fondato su *public companies* ad azionariato diffuso e sulla centralità del ruolo del *management* nella *governance* societaria.

In tale contesto la bancarotta di alcuni dei principali gruppi di società operanti sul mercato statunitense ha in primo luogo favorito un intenso dibattito dottrinale, riguardante la portata della crisi in atto, tra coloro che hanno individuato nella stessa l'inizio di un fenomeno generale di eclisse di quel modello, divenuto dogma, di *corporate governance* statunitense, basato sulla separazione tra proprietà e controllo della società (*shareholder capitalism*) e quanti, invece, rimarcando la permanente validità dello stesso modello, hanno posto l'accento, piuttosto, sulle carenze e le disfunzioni inerenti al sistema dei controlli e delle sanzioni dirette a garantire il necessario diaframma (*gatekeeping failure*) tra azionisti e *managers* e a prevenire i rischi di "cattura" della società da parte di questi ultimi<sup>17</sup>.

Per altro verso, invece, l'analisi delle motivazioni che hanno causato il *default* di alcuni grandi gruppi di società quotate italiane non può non tenere conto della struttura prevalentemente familiare o, comunque concentrata (in quanto espressione di pochi grandi azionisti legati da patti parasociali), degli assetti proprietari e di controllo degli stessi; il che determina, a differenza di quanto avviene nelle *public companies* statunitensi e britanniche, lo strapotere degli stessi azionisti di maggioranza nel controllo delle stesse società e la conseguente situazione di soggezione del *management* rispetto alle scelte della proprietà.

La conseguenza è l'ulteriore distinzione tra "sistemi che favoriscono le minoranze, e sistemi che si mantengono sulla linea della difesa delle maggioranze" come nuova frontiera del sistema degli investimenti globali<sup>18</sup>.

Considerando la fattispecie italiana, dunque, i problemi di *agency* connessi ad un modello di struttura societaria così articolato si spostano sul piano dei rapporti tra azionisti di controllo e di minoranza, causa la necessità di tutelare la posizione debole di questi ultimi attraverso l'istituzione di adeguati organismi di controllo ed il rafforzamento della *disclosure*

---

<sup>17</sup> V. le puntuali considerazioni di G. Colangelo, *C'era una volta in America. Gli insegnamenti presunti e i fallimenti reali dell'affare Enron*, in Merc. Conc. Reg., 3, 2002, 455 ss.

<sup>18</sup> P. G. Monateri, *Competizione tra ordinamenti: il sistema degli investimenti globali*, in A. Zoppini (cur.), *La concorrenza tra ordinamenti giuridici*, Bari, Editori Laterza, 2004, 157 ss. L'autore sottolinea come «(l)l'buona sostanza la tutela della minoranza, nel panorama attuale, diviene la cartina di tornasole della maturità capitalistica del sistema locale», *ibidem*, 158.

sull'operato del *management* espresso dalla proprietà (oltre che della previsione di un adeguato sistema di sanzioni e di rimedi di tutela volti a perseguire gli episodi di *mala gestio* in danno della stessa minoranza)<sup>19</sup>.

Questa fondamentale differenza tra le varie strutture societarie, ricondotta di volta in volta dalla dottrina a fattori economici o politici, o ad un più ampio "contesto culturale, politico ed economico, nel quale il diritto societario e la disciplina dei mercati finanziari si sono sviluppati"<sup>20</sup>, costituisce, dunque, un ineludibile punto di partenza per una qualsiasi indagine comparativa avente ad oggetto le linee fondamentali degli interventi in materia di tutela del risparmio approvati nei vari ordinamenti.

Ciò, nonostante sia stato da più parti teorizzata anche l'inevitabilità di un processo di unificazione dei modelli di *corporate governance*, come conseguenza della tendenza all'assimilazione dei contesti economici e della necessaria prevalenza della soluzione in grado di garantire la maggiore efficienza in un sistema di mercati di tipo globalizzato<sup>21</sup>.

La stessa consapevolezza per cui le regole di governo societario devono tenere conto, sia della genesi di un'impresa, che della situazione concreta in cui la stessa si trova ad agire, senza aspirare ad un'immaginaria universalità<sup>22</sup>, non ha impedito, pertanto, di rinvenire nella molteplicità dei sistemi di diritto societario una serie di strategie ed obiettivi comuni tali da non ridurre la relativa indagine comparativa ad un mero esercizio descrittivo.

Di particolare interesse appare, ad esempio, il tentativo operato da autorevole dottrina di estendere la comparazione tra diritti societari dal tradizionale metodo del confronto tra due ordinamenti o tra famiglie giuridiche<sup>23</sup>, ad un approccio di tipo "funzionale" più inclusivo che, partendo dall'individuazione di una griglia di problematiche comuni che ciascun ordinamento si propone di risolvere nel dettare le regole di diritto societario, consente di operare una comparazione più ampia tra le varie soluzioni adottate dai vari sistemi.

---

<sup>19</sup> E' questa la spiegazione delle divergenze tra la disciplina dei diritti societari che fa leva sulle diverse strutture proprietarie delle stesse società (prevalenza di società ad azionariato diffuso o di società dominate da un azionista forte). E' stato giustamente rilevato che «(dove) prevalgono le prime si pongono in modo più grave i problemi di agency tra manager e azionisti; al contrario, dove più frequente è la presenza di azionisti dominanti, quella tra i manager e azionisti in quanto tali non è una relazione problematica, dal momento che l'azionista di controllo è in grado di vigilare sulla fedeltà degli amministratori, ma viene invece in primo piano il problema della correttezza dell'azionista dominante nei confronti dei soci di minoranza», L. Enriques, Presentazione dell'edizione italiana di AA.VV., *Diritto societario comparato*, cit., XVI. Per altro verso il carattere familiare della struttura proprietaria delle società italiane pone una serie di ulteriori, delicati problemi quali quelli di tipo successorio, in relazione ai quali v. A. Palazzo, *Istituti alternativi al testamento*, Napoli-Roma, Edizioni Scientifiche Italiane, 2003.

<sup>20</sup> Secondo quella che, da autorevole dottrina, è stata definita come "*path dependency*"; v. A. N. Licht, *The Mother of All Path Dependencies: Toward a Cross Cultural Theory of Corporate Governance Systems*, in 26 Del. J. Corp. L., 147, 2001; J. C. Coffee Jr., *Do Norms Matter? A Cross Country Evaluation*, 149 Univ. Penn. L. Rev., 2151, 2001; v. anche G. Rossi, *Il mito della corporate governance*, in AA.VV., *Le nuove funzioni degli organi societari: la Corporate Governance?*, Atti del Convegno di studio su *Problemi attuali di diritto e procedura civile*, tenutosi a Cormayeur il 28.9.01, Giuffrè, Milano, 2002, 16.

<sup>21</sup> Sul punto v. J. C. Coffee Jr., *Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, 93 Nw. L. Rev. 641 (1999); H. Hansmann, R. R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 Geo. L. J. 439 (2001).

<sup>22</sup> G. Rossi, *Il conflitto...*, cit, 73.

<sup>23</sup> V. K. Zweigert, H. Kotz, *Introduction to Comparative Law*, Oxford, Clarendon Press, 1998.

La premessa, è in tal caso, quella per cui "la forma societaria deve affrontare, in generale, tre diversi problemi di *agency* ..., che riguardano più specificamente: a) l'opportunismo dei *managers* nei confronti degli azionisti; b) l'opportunismo degli azionisti di controllo nei confronti dei soci di minoranza; c) l'opportunismo della società stessa verso gli altri *stakeholders* come, ad esempio, i creditori sociali e i dipendenti della società"<sup>24</sup>.

E' questa una ricostruzione del concetto di *corporate governance*, che supera la tradizionale teoria elaborata da Grossman-Hart-Moore, come sistema di regole finalizzato a costruire un efficace bilanciamento tra protezione degli investitori e protezione dei *managers*<sup>25</sup>, a favore di una prospettiva maggiormente inclusiva, che, partendo da una nozione di impresa collettiva come struttura complessa, estende le regole di *governance* ad un insieme di rapporti intercorrenti anche tra soggetti diversi da quelli sopra indicati come ad es. i lavoratori, i creditori, i clienti<sup>26</sup>.

L'inerenza strutturale alle forme di gestione collettiva dell'attività di impresa dei conflitti di interesse così individuati determina la comune funzione strumentale delle regole di diritto societario dettate nei vari ordinamenti, in quanto finalizzate, non solamente a disciplinare, in ciascuno di questi ultimi, le forme giuridiche di esercizio delle attività economiche, ma anche ad imporre vincoli e/o elementi di regolazione tese a dare soluzioni alla pluralità di problemi di carattere distributivo nascenti dagli stessi conflitti di interesse sopra elencati<sup>27</sup>.

Lungo questa direttrice comune è stato possibile operare una comparazione estesa ad ordinamenti appartenenti a famiglie giuridiche diverse (come ad es. tra ordinamenti appartenenti a famiglie diverse come la Germania, gli Stati Uniti e la Gran Bretagna, il Giappone) che, oltre alla sottolineatura delle inevitabili differenze nelle strutture societarie sviluppatesi in ciascuno di essi, consenta di individuare profili di analogia dal punto di vista delle modalità di risoluzione dei problemi di *agency* passati in rassegna in precedenza.

Un tale impianto metodologico appare di particolare utilità anche nell'ambito di un'analisi di tipo microcomparativo, come quella che mira ad operare un raffronto tra le leggi in materia di tutela del risparmio rispettivamente approvate, di recente, negli ordinamenti statunitense ed italiano: la centralità dell'obiettivo condiviso da entrambi i legislatori di introdurre una serie di regole suscettibili di porre rimedio ai gravi conflitti di interesse manifestatisi nella gestione e nel controllo delle società quotate in danno degli investitori, costituisce, infatti, un'utile

---

<sup>24</sup> AA.VV., *Diritto societario comparato*, cit., 270.

<sup>25</sup> In quanto portatori di interessi in potenziale conflitto quali, da un lato, quello di ottenere, in ogni caso, un ritorno garantito dagli investimenti effettuati e, dall'altro, quello di massimizzare le "rendite di controllo" (*control rent*) correlata all'esercizio dei poteri di gestione Sul punto v. le interessanti notazioni di F. Barca, *Some Views on U.S. Corporate Governance*, in sito internet [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=114540](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=114540).

<sup>26</sup> L. Zingales, *Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan Publishers, London - New York, 1998.

<sup>27</sup> «Infatti, la funzione principale del diritto societario, a parte quella di fornire una struttura societaria e le regole necessarie per la gestione della stessa è, nella nostra concezione, quella di rispondere ai problemi di *agency* appena richiamati», *ibidem*, 270. Con riferimento alle funzioni distributive delle regole di *corporate governance*, v. le riflessioni svolte da F. Denozza, *Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance*, relazione presentata al XVII colloquio biennale dell'Associazione Italiana di Diritto Comparato, tenutosi a Brescia il 12-13 maggio 2005, ora in *Giur. Comm.* 33.2, 2006, 171/I ss.



direttiva di indagine per una valutazione comparativa riguardante la concreta efficacia delle soluzioni prescelte rispetto ai comuni obiettivi perseguiti nei due interventi di riforma.

4. – L'interpretazione dei contenuti principali e della *ratio* del *Sarbanes – Oxley Act* presuppone il richiamo, necessariamente sintetico, dell'ampio dibattito dottrinale sviluppatosi negli Stati Uniti attorno al caso Enron, con particolare riferimento all'individuazione degli elementi causali<sup>28</sup> che, a partire dal 2001, hanno favorito il *default* di tale società e delle altre grandi *corporations*<sup>29</sup> operanti sullo stesso mercato statunitense.

Questo dibattito, relativamente al quale è possibile operare solo alcuni cenni, ruota essenzialmente attorno alla determinazione dei fattori che, nel caso specifico del *crack* della Enron, hanno consentito al *management* della società, con la completa acquiescenza dei soggetti preposti al controllo ed alla raccolta di informazioni sulla gestione societaria, di creare un articolato sistema di finanza parallela, diretto a registrare fuori bilancio le ingenti passività maturate nell'esercizio delle attività sociali<sup>30</sup>, lucrando contestualmente elevati compensi liquidati a titolo di *stock options* in palese conflitto di interessi con gli azionisti.

Nonostante i riflessi indotti dalle peculiarità della struttura organizzativa della Enron sulle vicende che ne hanno determinato il *default*<sup>31</sup>, la diffusione di gravi frodi contabili, sia in

---

<sup>28</sup> Per un'accurata disamina delle cause del dissesto della Enron, v. R. Baldinelli, *Caso Enron: analisi e questioni aperte*, Centro di ricerca per il diritto d'impresa, CERADI, Giugno-Settembre 2002, 1 ss.

<sup>29</sup> Quali WorldCom, Adelphia, Global Crossings, Tyco, South Health, ecc.

<sup>30</sup> In pratica il sistema si fondava sulla creazione di una serie di società (*Special Purpose Entity* – SPE) non consolidate, temporanee e strumentali a quelle nel cui interesse venivano costituite, le quali solo formalmente si presentavano come connotate da indipendenza nella gestione e dalla separazione patrimoniale rispetto alle società sponsor. In carenza di tali ultimi requisiti (sia in punto di gestione che di effettiva separazione dei capitali) la Enron veniva a disporre di un'ampia rete di società satellite, non consolidate, solo apparentemente indipendenti, attraverso le quali compiere una serie di operazioni di provvista di risorse finanziarie, limitando contestualmente la responsabilità patrimoniale diretta al capitale conferito nelle SPE e, per l'effetto, anche l'indebitamento complessivo del gruppo come risultante dai libri contabili. Tuttavia proprio questo legame a doppio filo tra la Enron e la molteplicità di SPE (il cui capitale sociale era pur sempre costituito in grandissima parte da azioni conferite o trasferite dalla Enron e la cui attività era diretta quasi esclusivamente all'acquisto di attività cedute dalla stessa Enron o alla copertura – *hedging* - di investimenti finanziari operati da quest'ultima) ha determinato la crisi a catena dell'intero sistema non appena gli incroci sui quali si reggeva lo stesso hanno mostrato primi segni di cedimento. Tale è stato il dissesto indotto da una concatenazione di effetti quali la perdita di valore delle azioni Enron e degli investimenti delle SPE coperti da queste ultime, oltre che dalla perdita di redditività degli *assets* ceduti dalla stessa Enron. Tale situazione ha determinato la repentina carenza di liquidità delle SPE, la necessità di messa in liquidazione delle stesse ed il conseguente dissesto finanziario della Enron (quale effetto dell'insolvenza correlata all'inesigibilità dei crediti vantati nei confronti delle SPE ed alla necessità di adempiere alle garanzie prestate in correlazione alle attività di queste ultime. Per una serie di riferimenti all'utilizzazione del meccanismo delle *Special Purpose Entities* «nel quadro di operazioni di ingegneria finanziaria estremamente complesse e di difficile ricostruzione, aventi come obiettivo quello di fare risultare come *off-balance sheet transactions* quelle intrattenute dalal Enron in qualità di partner in *joint ventures* in forma di partnership, in modo da provocare l'emersione nel conto economico degli utili e delle perdite di tali operazioni, ma senza fare risultare nel bilancio consolidato la consistenza patrimoniale attiva e passiva della partnership», v. M. Miola, *Società quotate, controlli esterni e gruppi di società*, in C. Amatucci (cur.) *I controlli esterni nelle società quotate*, 281 Quad. Giur. Comm., Giuffrè, 2005, 203 ss.

<sup>31</sup> Mentre, infatti, il sistema di frodi contabili che ha determinato il crack della Enron faceva leva sulla costruzione di un vero e proprio sistema di finanza parallela che utilizzava una serie di società, solo in apparenza autonome

termini di indebita appropriazione di fondi da parte degli amministratori, che di occultamento di consistenti perdite di gestione (tali da alterare il prezzo delle azioni), ha assunto la valenza di elemento qualificante tutti i grandi *cracks* finanziari verificatisi negli Stati Uniti nel biennio 2001-2002.

A fronte del notevole allarme sui mercati finanziari suscitato dal fallimento delle importanti società quotate passate in rassegna in precedenza<sup>32</sup>, una prima interpretazione restrittiva delle cause e della portata della crisi in atto, è stata quella di coloro i quali hanno avanzato la tesi dell'esistenza di poche "mele marce" all'interno del *management* e degli organi di controllo delle *public companies* interessate dai *cracks* finanziari del 2002, in tal modo confermando la piena fiducia nella permanente validità del sistema capitalistico statunitense (e questo era anche il messaggio lanciato dall'Amministrazione Bush all'indomani degli scandali Enron e Worldcom, come pure dal Governo italiano successivamente al dissesto di grandi società quali la Cirio e la Parmalat).

Assolutamente prevalente deve, tuttavia, considerarsi l'opposto orientamento, particolarmente diffuso tra gli studiosi di scienze sociali, per cui alla base della crisi del 2002 non vi sarebbe stato solamente il comportamento amorale di alcuni *top managers* delle *corporations* coinvolte (unitamente alle colpevoli omissioni imputabili ai professionisti contabili preposti al controllo di queste ultime) quanto, piuttosto, una più generale saldatura tra il declino degli "standard etici oggettivi"<sup>33</sup> di riferimento per l'esercizio della professione contabile e la collegata, secondo un rapporto di causa effetto, erosione del sistema di norme giuridiche disciplinanti l'attività dei controllori, con particolare riferimento alle società di revisione, nonché le responsabilità del *management* e degli stessi revisori.

Al riguardo si è opportunamente parlato di "fallimento del sistema di pesi e contrappesi" su cui si regge il funzionamento del modello di *corporate governance* tipico delle *public*

---

dalla Enron, ma in realtà collegate e controllate dalla stessa, per scorporare dal bilancio della società le perdite di gestione accumulate (circa 586 milioni di dollari) e, per l'effetto, gonfiare artificialmente il prezzo delle azioni, diversamente il dissesto delle altre grandi società coinvolte nella crisi del 2001-2002 è stato di volta in volta provocato o dall'indebita appropriazione di fondi da parte degli amministratori (come nel caso della Tyco), o dall'occultamento di consistenti perdite di gestione attraverso l'imputazione nel bilancio di poste attive fittizie (come nel caso della Health South) o la dolosa registrazione come spese in conto capitale di ingenti perdite maturate per spese correnti (come è avvenuto per la Worldcom).

<sup>32</sup> Allarme che ha parallelamente prodotto notevoli riflessi anche sul piano del dibattito sviluppatosi attorno alle proposte di privatizzazione della componente pubblica del sistema pensionistico statunitense, tra le posizioni favorevoli alla creazione di un sistema di fondi pensione individuali (*Individual Retirement Accounts*), ove dirottare una percentuale elevata della contribuzione obbligatoria destinata al finanziamento della *Social Security* e le opinioni contrapposte di coloro i quali sottolineano i rischi in termini di copertura e/o adeguatezza delle prestazioni in un sistema affidato in misura prevalente alla remunerazione del capitale accantonato attraverso l'investimento dello stesso sui mercati finanziari (preoccupazioni accentuate notevolmente dopo le gravi perdite inflitte ai titolari di fondi pensione investiti in titoli Enron. Sul punto sia consentito rinviare ad A. Pierini, *Ownership Society e Social Security: la riforma del sistema pensionistico statunitense tra ideologia e realtà*, in DPCE, I, 2006.

<sup>33</sup> La locuzione è utilizzata da M. Vitale, *America punto e a capo - Una lettura non conformista della crisi dei mercati mobiliari*, Libri Scheiwiller, Milano, 2002, 11.

*companies* nordamericane, il quale avrebbe evidenziato una serie di "limiti di efficienza", soprattutto dal punto di vista del sistema dei controlli<sup>34</sup>.

Da una parte, infatti, la separazione tra proprietà e controllo delle società e la diffusione del capitale sociale avrebbero finito per garantire al *management* (con particolare riferimento ai *chief executive officers*) una posizione di predominio nella gestione delle stesse *corporations*, incentivando l'assunzione di condotte in conflitto d'interesse con gli azionisti; dall'altra l'attenuazione del sistema di controlli sulla *governance* societaria (accompagnata dalla contestuale diffusione di una serie di problemi di *agency* anche su questo piano) sarebbe stata determinante per erodere i necessari contrappesi di carattere istituzionale e funzionale allo strapotere del *management*, favorendo una progressiva involuzione di tutto il modello<sup>35</sup>.

Da quest'ultimo punto di vista non può non rilevarsi come le funzioni di verifica e di certificazione dei servizi agli investitori in società quotate fossero essenzialmente affidate ad un sistema complesso di intermediari qualificati la cui attività concorreva a garantire la necessaria *disclosure* sulle attività di gestione amministrativa e contabile delle stesse *corporations*.

Il riferimento è, pertanto, al ruolo determinante assunto dall'insieme di operatori preposti alla verifica delle risultanze dei bilanci societari (le società di revisione), alla certificazione del grado di solvibilità delle stesse società quotate (le agenzie di *rating*), alla valutazione delle prospettive gestionali e finanziarie di queste ultime (gli analisti finanziari), all'accertamento della convenienza del singolo affare (le *merchant banks*).

La definizione degli stessi soggetti come "*gatekeepers*" o "intermediari reputazionali"<sup>36</sup> ha consentito di imputare a questi ultimi gravi responsabilità per i danni prodotti agli investitori a seguito del dissesto di società quotate quali la Enron, in primo luogo a causa dell'atteggiamento di sostanziale acquiescenza (se non di connivenza), manifestata dai revisori indipendenti (con particolare riferimento alla *Arthur Andersen*) a fronte delle gravi frodi finanziarie perpetrate dal *management* delle stesse società, oltre che per la diffusione, da parte degli altri operatori (quali le agenzie di *rating* e gli analisti finanziari), di una serie di informazioni erranee circa la solidità delle condizioni patrimoniali e le prospettive di gestione delle stesse *corporations* travolte in breve lasso di tempo dai *cracks* del 2002.

---

<sup>34</sup> V. R. Baldinelli, *Caso Enron ...*, cit, 20 ss. Lo studioso individua l'aspetto più preoccupante del caso Enron (e dei successivi scandali finanziari) proprio nella scoperta di una serie di «insospettite carenze in numerosi meccanismi di controllo ed incentivazione posti a garanzia del mercato». In particolare si sottolinea come «(i) vari "controllori" interni (amministratori e membri dell'*audit committee*) ed esterni (revisori, agenzie di *rating* e analisti finanziari), anziché contrapporsi ed esprimere la necessaria dialettica a protezione degli azionisti, hanno agito in funzione di interessi propri, in conflitto con le funzioni che avrebbero dovuto esercitare», *ibidem*.

<sup>35</sup> Sulla grave degenerazione, innanzitutto dal punto di vista etico del management e dei professionisti della revisione contabile (con conseguenti effetti involutivi sul piano dei mercati finanziari) si è soffermato ampiamente anche M. Vitale, *America punto e a capo*, cit.

<sup>36</sup> La definizione di *gatekeepers* come «reputational intermediaries who provide verification and certification services to investors» è di J. C. Coffee Jr., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, Columbia Law School The Center for Law and Economics Studies, Working Paper n. 207, in sito internet: [http://ssrn.com/abstract\\_id=373240](http://ssrn.com/abstract_id=373240), 5; Id, *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990?*, Working Paper n. 214, 20-1-2003 in sito internet: [http://ssrn.com/abstract\\_id=373681](http://ssrn.com/abstract_id=373681), 24 ss.

E' questa una spiegazione di fondo dei fenomeni di degenerazione del sistema capitalistico statunitense manifestatisi negli ultimi anni che, sotto vari profili, accomuna sia la dottrina economica che quella giuridica statunitense<sup>37</sup>, nel tentativo di stabilire un collegamento di causa ed effetto tra il generale declino degli standard etici di esercizio delle funzioni di gestione e di controllo delle grandi *corporations* (frutto dello strapotere accumulato dai *corporate executive* – CEO e della generale acquiescenza dei *gatekeepers*) e la progressiva erosione di un corpo di regole giuridiche finalizzate ad introdurre limiti ed adeguati contrappesi alla diffusione dei conflitti di interesse in atto nelle strutture e nei rapporti societari, non solo negli Stati Uniti.

Comune è, al riguardo, il riferimento alla saldatura di fattori causali quali la *deregulation* e la diffusione del sistema delle *stock options* degli amministratori di società, verificatasi a partire dal 1991, (considerati incentivi verso una gestione aggressiva del bilancio aziendale, tale da spingere verso l'alto il prezzo delle azioni, attraverso il prematuro inserimento di poste attive ed il concorrente tentativo di ricorrere ad architetture societarie suscettibili di nascondere l'indebitamento complessivo del gruppo) ed il concorrente allentamento dei vincoli legali sull'esercizio delle funzioni di revisione e di controllo da parte dei professionisti contabili e delle garanzie di tutela attivabili dai soggetti lesi dai comportamenti fraudolenti degli amministratori.

Così l'indagine si sposta sul piano dell'individuazione delle motivazioni che, a fronte della diffusione di comportamenti fraudolenti e, comunque, in conflitto di interessi, degli amministratori e di prassi di contabilità aggressiva come quelle riscontrate nella gestione della Enron, hanno incentivato i revisori ad allentare i controlli sulla società adottando un atteggiamento di sostanziale acquiescenza, tale da ledere, oltre che la credibilità e l'indipendenza delle attività di revisione, la stessa qualità e trasparenza del patrimonio di informazioni qualificate suscettibili di incidere sulla quotazione delle azioni della società e, quindi, in ultima analisi, sui diritti degli investitori.

Da quest'ultimo punto di vista assume, infatti, rilievo una combinazione di elementi tali da diminuire rischi e responsabilità dei soggetti preposti all'esercizio delle funzioni di revisione dei conti e, nello stesso tempo, da incrementare i benefici ottenibili attraverso un atteggiamento di sostanziale acquiescenza nei confronti della condotta degli organi di gestione della Società.

Il riferimento è, in primo luogo, alle conseguenze indotte da alcune pronunce della Corte Suprema in materia di abbreviazione dei termini di prescrizione per le azioni risarcitorie derivanti da frodi finanziarie<sup>38</sup> e di eliminazione, sempre con riferimento a queste ultime, di una tipica fattispecie generatrice di responsabilità civile indiretta per complicità e favoreggiamento nella commissione delle stesse frodi (responsabilità per *aid and abetting* tipicamente fatta valere nei confronti dei revisori professionali)<sup>39</sup>; in secondo luogo vengono in rilievo interventi legislativi quali il *Private Securities Litigation Act* (PSLRA) del 1995, diretto a rendere più difficoltoso l'esercizio di *class actions* in materia di frodi finanziarie ed a

---

<sup>37</sup> V. anche J. C. Coffee Jr., *Il cedimento degli "intermediari reputazionali" e la riforma del Sarbanes-Oxley Act*, in C. Amatucci (cur.), *I controlli esterni ...*, cit., 39 ss.

<sup>38</sup> *Lampf, Pleva, Lipkind & Petigrow v. Gilbertson*, 501 U.S. 350/1991.

<sup>39</sup> *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164 (1994).

limitare gli importi dei risarcimenti ottenibili attraverso le stesse azioni, il *Securities Litigation Uniform Standards Act* del 1998 (SLUSA), sempre in relazione alle frodi, che abolisce le *class actions* di fronte alle Corti statali<sup>40</sup>.

Infine uno degli elementi che più avrebbe favorito il consolidamento di un patente conflitto di interesse nell'esercizio delle funzioni di controllo da parte delle società di revisione è dato dalla moltiplicazione dei servizi erogati da queste ultime a favore delle stesse *corporations* sottoposte a controllo.

Sempre più infatti le società specializzate nella revisione dei conti, tra l'altro operanti in una condizione non concorrenziale di tendenziale oligopolio<sup>41</sup>, hanno affiancato lucrose attività di consulenza a quelle tradizionali di controllo contabile, erodendo in tal modo la necessaria, anche se relativa, distanza tra controllori e controllate ed incentivando, se non la cattura dei primi da parte delle seconde, un atteggiamento di acquiescenza nell'esercizio delle funzioni di controllo.

Questo rapporto di causa ed effetto tra un "contesto legislativo permissivo", improntato alla *deregulation* dei mercati finanziari e la diffusione della serie di conflitti di interesse che hanno di fatto legittimato la prassi di "contabilità aggressiva" alla base dei grandi crack finanziari del 2002 ha determinato negli Stati Uniti, oltre che la rinnovata critica nei confronti del *laissez faire capitalism*<sup>42</sup> tipico di quell'ordinamento, una reazione da parte del legislatore concretatasi nell'approvazione del SOX.

5. – Alla stregua del quadro problematico delineato da ultimo e richiamata, inoltre, la tripartizione tra i problemi di *agency* che il diritto societario si propone di disciplinare in ciascun ordinamento<sup>43</sup>, possiamo affermare che il *Sarbanes – Oxley Act* del 2002 ha perseguito, tra gli altri, l'obiettivo di rafforzare la protezione degli investitori, intervenendo soprattutto sul primo dei suddetti problemi, ossia quello dell'opportunità dei *managers* nei confronti degli azionisti, dovendosi, peraltro, tenere conto che le nuove regole sono in grado di incidere anche sul terzo dei problemi di *agency* summenzionati, attraverso la più penetrante tutela delle ragioni dei creditori e degli stessi dipendenti delle società quotate, come conseguenza all'aggravamento degli obblighi di *disclosure* introdotti dalla nuova normativa.

---

<sup>40</sup> Pub. L. No. 105-353, 112 Stat. 3227.

<sup>41</sup> Le società che controllavano l'intero mercato dei servizi di revisione erano la Arthur Andersen, la Deloitte & Touche, la Price Waterhouse Coopers, la KPMG e la Ernst & Young.

<sup>42</sup> L'espressione è utilizzata da P. Krugman, *La deriva americana*, trad. it., Laterza, Bari, 2004, saggio contenente una serie di contributi giornalistici del noto economista in cui l'individuazione dei motivi che hanno determinato i grandi scandali societari verificatisi negli Stati Uniti all'inizio del nuovo secolo si unisce ad una vibrante critica nei confronti delle scelte economiche, politiche e sociali dell'amministrazione Bush. La spiegazione delle truffe finanziarie del 2002 viene fatta risalire alla concomitanza di tre fattori quali: l'ascesa della *new economy* (con la conseguente spinta verso la "finanziarizzazione dei mercati", la bolla azionaria derivante dal forte afflusso di capitali verso le società quotate con profitti gonfiati e conseguente crescita incontrollata del prezzo delle azioni, la già richiamata *deregulation* del sistema dei controlli e delle tutele attivabili nei confronti delle frodi finanziarie imputabili ai CEO con la complicità o, comunque, l'acquiescenza delle società di revisione, *Ibidem*, 76-77.

<sup>43</sup> V. *supra*, 8.

In quest'ottica va, infatti, necessariamente letta l'introduzione di più penetranti elementi di regolazione nella disciplina della *governance* delle società quotate, lo stesso rafforzamento del sistema dei controlli e degli obblighi di informazione (*disclosure*) sulla gestione amministrativa e contabile delle stesse società (al fine di limitare i fenomeni di collusione tra amministratori e professionisti contabili operanti all'interno delle società di revisione) ed il concorrente aggravamento delle regole di responsabilità da far valere in caso di violazione dei doveri fiduciari da parte degli amministratori<sup>44</sup>.

La centralità del secondo degli obiettivi sopra citati (revisione del sistema dei controlli e rafforzamento degli obblighi di informazione) si desume da una serie di disposizioni quali quelle finalizzate ad introdurre un organismo di controllo esterno ed indipendente destinato a vigilare sulle società di revisione contabile (*Public Company Accounting Oversight Board*)<sup>45</sup> ed a preservare l'indipendenza delle stesse società di revisione attraverso la separazione delle attività di consulenza da quelle di controllo contabile.

In tal modo rischi di "cattura" del revisore da parte del *management* delle società quotate vengono limitati a mezzo dell'introduzione di una serie di incompatibilità tra le stesse funzioni di controllo contabile e le concorrenti, oggi vietate, attività di consulenza legale nei confronti delle stesse società sottoposte a controllo, nonché di ulteriori funzioni affidate in *outsourcing*, di servizi di gestione e di approvvigionamento di risorse umane, di brokeraggio, di consulenza finanziaria e bancaria<sup>46</sup>. Alle stesse incompatibilità "funzionali" si aggiungono, poi, quelle "soggettive" riguardanti l'illegittimità del contemporaneo esercizio, da parte del personale preposto alla gestione amministrativa e finanziaria delle società quotate, di funzioni di controllo contabile nell'ambito delle società di revisione (Sec. 206).

Un tale rafforzamento dei controlli interni è stato, poi, realizzato anche intervenendo sulla *governance* societaria attraverso l'obbligatoria istituzione, all'interno del consiglio di amministrazione di ciascuna società quotata, di un comitato di sorveglianza (*audit committee*), composto da membri indipendenti e direttamente responsabile per la nomina,

---

<sup>44</sup> Per una disamina dei contenuti del SOX, v. anche: S. Cammarata, *Interventi del Sarbanes – Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi*, contributi CERADI, Centro di ricerca per il diritto di impresa, Luiss, Dicembre 2002.

<sup>45</sup> Title I Sec. 101 – 109 SOX; l'organo è composto da 5 membri, scelti dalla SEC previa consultazione con il Presidente del *Board of Governors of the Federal Reserve System* e con il Segretario del Tesoro, tra persone di chiara integrità e reputazione che si siano impegnate nella difesa degli interessi degli investitori e dimostrino piena conoscenza delle responsabilità e della natura dei requisiti di trasparenza finanziaria imposti alle società emittenti valori mobiliari nonché delle obbligazioni imposte ai revisori dei conti quanto alla redazione ed emissione dei rapporti informativi riguardanti i requisiti di trasparenza richiamati. Tra i compiti dell'organismo, avente la forma giuridica di un'associazione priva di scopo di lucro e non costituente un'agenzia o, comunque, un organo stabilito dal Governo Federale, vi sono quelli di: a) registrare le società esercenti funzioni di revisione contabile; b) fissare regole destinate ad introdurre procedure di *auditing* e controlli di qualità, codici etici, requisiti di indipendenza ed altri standard concernenti la redazione dei rapporti informativi da parte degli emittenti valori mobiliari; c) svolgere ispezioni nei confronti delle società di revisione; d) compiere investigazioni, avviare procedimenti disciplinari e adottare sanzioni sempre nei confronti delle società di revisione; e) presentare un rapporto annuale alla SEC.

<sup>46</sup> Title II Sec. 201- 209 SOX.

l'erogazione dei compensi e la supervisione del lavoro svolto dalla società di revisione utilizzata dall'emittente<sup>47</sup>.

In tal modo l'organo suddetto assume la funzione di contrappeso interno alla società quotata nei confronti di un assetto delle funzioni di controllo altrimenti incentrato esclusivamente sul binomio consiglio di amministrazione – revisori esterni. La previsione dello stesso comitato, oltre che rafforzare dall'interno il controllo sull'operato dei *Chief Executive Officers* dovrebbe consentire di svolgere un ruolo di mediazione in ipotesi di insorgenza di conflitti tra l'organo amministrativo ed i revisori esterni.

L'*enforcement* degli obblighi di informazione è la *ratio* che giustifica disposizioni quali quelle dirette ad introdurre una responsabilità civile e personale degli amministratori delegati e dei responsabili finanziari della società quotate per quanto riguarda la veridicità del contenuto (sia dal punto di vista di false dichiarazioni, che di eventuali omissioni) delle relazioni finanziarie annuali o trimestrali e dei bilanci (la stessa veridicità deve essere attestata alla SEC sotto giuramento)<sup>48</sup>; una finalità che si ritrova anche nell'ulteriore obbligo di comunicare le transazioni finanziarie che non risultino dai libri contabili, con particolare riferimento a quelle correlate all'uso di *Special Purpose Entities* (SPE), che avevano consentito di truccare i bilanci della Enron.

Il ricorso a regole giuridiche di responsabilità per la violazione degli obblighi di *disclosure* si completa, poi, con la previsione che impone l'adozione di codici etici che improntino la condotta degli stessi dirigenti finanziari delle società quotate a canoni di onestà, buona fede e fedeltà, in modo tale da prevenire l'insorgenza di conflitti di interesse personali e professionali.

Il medesimo obiettivo si riscontra, peraltro, anche nella previsione di limiti alla possibilità di concedere prestiti agli amministratori di società quotate e nella contemporanea imposizione agli stessi dirigenti ed ai principali azionisti dell'obbligo di dichiarare alla SEC il possesso di quote del capitale azionario e le eventuali operazioni di acquisto e dismissione di queste ultime.

L'articolato si completa, infine, con le disposizioni dirette ad incrementare le risorse finanziarie ed i poteri investigativi riconosciuti alla *Security Exchange Commission*, nonché a rafforzare il sistema delle sanzioni penali applicabili alle ipotesi di frodi finanziarie.

Ciò non solo attraverso la previsione di nuove fattispecie di reati (quali quella derivante dalla distruzione, alterazione, falsificazione, occultamento di documenti che ostacolino le attività investigative e/o integrino, altrimenti, la fattispecie di ostruzione alla giustizia), ma anche tramite l'inasprimento delle pene già previste dall'U.S. Code per i reati finanziari.

L'ampiezza delle finalità e dei contenuti del SOX, sebbene qualificati dalla comune *intentio* di reintrodurre una regolazione dei mercati azionari tale da garantire un'adeguata

---

<sup>47</sup> Title III Sec. 301 – 309 SOX.

<sup>48</sup> Title III Sec. 302 SOX; la norma si completa con la previsione della responsabilità degli stessi amministratori per quanto riguarda l'istituzione ed il mantenimento di controlli interni diretti a garantire la corrispondenza tra le statuizioni contenute nelle relazioni finanziarie con l'effettiva situazione contabile della società. Le sanzioni applicabili in ipotesi di inadempimento dei doveri imposti dalla Sezione in esame del SOX vanno dall'interdizione dell'esercizio delle funzioni presso qualsiasi società all'obbligo di restituire quanto illegittimamente guadagnato, all'assoggettamento ad ulteriori sanzioni pecuniarie.

informazione sul prezzo dei titoli (attraverso il rafforzamento della *disclosure*) e da rafforzare la posizione degli azionisti di società quotate (in quanto portatori di un interesse distinto e/o in potenziale conflitto con quello del *management*) attraverso una struttura di *governance* efficiente, accentua l'interesse dell'indagine conseguente (i cui esiti sono, peraltro, necessariamente prematuri ed incompleti), avente ad oggetto i profili attuativi dell'intervento del legislatore e l'attitudine delle soluzioni prescelte a realizzare le finalità poste alla base della legge.

6. – L'approvazione, da parte del legislatore statunitense e, successivamente, di quello italiano, dei due importanti interventi di riforma dei mercati finanziari pone, dunque, *ex post*, il problema della valutazione delle scelte rispettivamente operate dai legislatori con riferimento alla comune prospettiva del rafforzamento della tutela degli investitori, perseguita in entrambi gli ordinamenti.

E' questa una tematica ampiamente dibattuta e ricca di spunti, rispetto alla quale i primi dati raccolti ed i relativi apporti valutativi operati dalla dottrina statunitense possono fornire elementi utili anche in sede comparativa; ciò sia dal punto di vista del metodo che del merito delle soluzioni normative adottate nei due sistemi.

Partendo dal primo profilo, infatti, (metodo dell'intervento legislativo di riforma) si è già fatto cenno alla critica, indirizzata da taluni studiosi statunitensi nei confronti delle dinamiche politiche che hanno portato all'approvazione del SOX, in quanto connotate da spinte di natura emergenziale tradottesi in un'accelerazione dell'iter di formazione della legge e, allo stesso tempo, in una non adeguata ponderazione dei relativi contenuti.

In tal modo la critica si sposta sul piano dei contenuti della riforma, con particolare riferimento alla valutazione di congruità dei mezzi prescelti rispetto ai fini prestabiliti e, dal punto di vista della scienza economica, all'analisi costi – benefici della nuova *regulation* dei mercati.

Nonostante, infatti, l'intervento del legislatore statunitense abbia dato vita ad un *corpus* di norme maggiormente omogeneo rispetto alla successiva riforma introdotta nel nostro ordinamento, nondimeno, a distanza di tre anni dall'approvazione del SOX, non mancano voci critiche, tanto nei confronti dell'impianto generale della legge, quanto dal punto di vista dell'efficacia di singole disposizioni inserite nella stessa.

Con riferimento al primo di tali aspetti una prima critica di portata generale nei confronti degli obiettivi di politica legislativa perseguiti attraverso l'approvazione del SOX, è quella proveniente dai settori della *scientia iuris* e della dottrina economica statunitensi più fortemente ancorate ad una concezione fortemente neoliberista della disciplina dei mercati finanziari: da questo punto di vista, infatti, l'oggetto principale dei rilievi critici mossi nei confronti della riforma è quello dell'introduzione, da parte della stessa legge, di una serie di limiti all'autonomia degli Stati membri in materia di *governance* societaria; gli stessi limiti sarebbero suscettibili di alterare, attraverso l'imposizione agli stessi Stati di appositi obblighi



di uniformazione normativa (*substantive corporate governance mandates*), la tradizionale ripartizione di competenza tra livelli di governo in materia di diritto societario<sup>49</sup>.

E' questa una tesi che, facendo leva sulla teoria del "federalismo competitivo" applicata al diritto commerciale, eleva il sistema statunitense, in quanto asseritamente fondato sulla concorrenza tra ordinamenti statali in materia di *corporate law*, a modello di riferimento suscettibile di garantire l'ottimizzazione delle condizioni di efficienza, stabilità e trasparenza dei mercati finanziari attraverso la *choice of law* da parte degli operatori.

In pratica la conservazione di un "ambiente competitivo", fondato sull'attribuzione agli Stati delle competenze normative relative al diritto societario e sulla limitazione delle *regulations* con funzione uniformante dettate da parte delle istituzioni facenti parte del Governo centrale (come la SEC), consentirebbe alle società operanti sul mercato di disporre di una fondamentale libertà avente ad oggetto la scelta del regime giuridico più favorevole all'esercizio della propria attività; ciò sia in termini di contenimento dei costi di transazione (per adattamento dell'organizzazione societaria e delle stesse attività sociali alle *conditions* ed ai requisiti imposti dal diritto statale), che di massimizzazione degli utili per gli investitori<sup>50</sup>.

La conseguente disponibilità da parte delle società quotate di un'opzione entrata (*opt in*) e di un'opzione uscita (*opt out*) rispetto ad una pluralità di ordinamenti statali in materia di diritto societario, avrebbe, inoltre, come ulteriore effetto quello di favorire una disanima concorrenziale anche sul piano della regolazione, in quanto ciascuno Stato sarebbe necessariamente incentivato ad adottare il sistema di regole più conforme alle esigenze dei destinatari delle stesse, *corporations* ed investitori, al fine di evitare che le medesime società, non soddisfatte dalle norme vigenti all'interno, possano trasferire altrove le proprie sedi ed attività.

In tal modo è lo stesso spostamento degli operatori verso questo o quel sistema di regole di diritto societario vigenti in ciascuno Stato a divenire uno dei fondamentali parametri di valutazione della permanente funzionalità e capacità degli ordinamenti di rispondere ed adattarsi alla continua evoluzione dei sistemi economici.

Se, dunque, la teoria del federalismo competitivo, applicata al diritto commerciale, comporta la contrapposizione di un modello di concorrenza nella regolazione del mercato (attraverso una pluralità di diritti societari statali) a quello di un regolatore unico individuato nel binomio Governo federale - *Security Exchange Commission*, è evidente come un tale approccio dottrinale si mostri istituzionalmente critico nei confronti di una disciplina federale come quella contenuta nel SOX, in quanto diretta ad irrigidire il sistema attraverso

---

<sup>49</sup> E' questa la critica recentemente formulata da autori quali R. Romano, *The Sarbanes Oxley Act ...*, cit., 1527 – 1528, la quale riprende posizioni precedentemente formulate dalla stessa autrice in contributi quali *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, The AET Press, Washington, D.C., 2002 e Id., *The Genius of American Corporate Law*, 1993). La tesi è quella per cui «SOX alters the division of authority by providing explicit legislative directives for SEC regulation of what was previously perceived as the states exclusive jurisdiction», *ibidem*, 1523. La conclusione è che: «...the corporate governance provisions of SOX should be stripped of their mandatory force and rendered optional for registrants», *ibidem*, 1529.

<sup>50</sup> «Firms can therefore particularize their corporate charters, as well as pick the state code that best matches their requirements, so as to minimize the cost of doing business, thereby increasing the return to their investors», *ibidem*, 1596.

l'introduzione di rilevanti vincoli di uniformità in una disciplina del diritto societario, altrimenti rimessa, in misura assolutamente prevalente, all'autonomia degli Stati membri.

In particolare ad essere oggetto di dubbi è la stessa valutazione di congruità dei rimedi prescelti dal legislatore rispetto alla comune finalità perseguita di ottenere un incremento della tutela degli investitori attraverso un'estensione della *regulation* federale dei mercati e la conseguente uniformazione normativa di alcuni rilevanti aspetti della disciplina della *governance* e della *disclosure* delle società quotate (già richiamati in precedenza).

Dal punto di vista della *governance* i dubbi si concentrano, in particolare, sulla reale efficacia delle previsioni in materia di incremento della percentuale di membri indipendenti all'interno del comitato di sorveglianza e della limitazione della possibilità per le stesse società quotate di concedere prestiti al *management*.

Considerando, invece, le norme dirette ad aggravare gli obblighi di informazione ed a prevenire i conflitti di interesse correlati alle attività di controllo e/o di revisione contabile, vengono in rilievo, soprattutto, le disposizioni in materia di incompatibilità tra l'esercizio di queste ultime e degli altri servizi di consulenza e quelle relative all'imposizione agli amministratori di una serie di obblighi di certificazione della situazione finanziaria delle stesse società.

Con riferimento a tutti gli aspetti della disciplina contenuta nel SOX da ultimo richiamati, da una serie di indagini statistiche<sup>51</sup> compiute in relazione al rapporto tra la diffusione di strutture societarie non regolate sulla base dei *federal mandates* successivamente introdotti dal SOX e l'insorgenza di conflitti di interessi e/o problemi di *agency* in danno degli azionisti quali quelli verificatisi nel dissesto della Enron, erano emersi dati assolutamente discordanti, i quali non consentono di operare una compiuta valutazione positiva dell'intervento di riforma operato dal legislatore.

Si consideri, al riguardo, in primo luogo, che la percentuale di membri indipendenti all'interno del comitato di sorveglianza non è risultato essere un fattore suscettibile di influire sulla qualità del controllo interno alle società quotate, rivelandosi altrimenti determinante, piuttosto, la presenza nel *board* di personale con specifica competenza in materia finanziaria; in secondo luogo, sempre da una serie di studi antecedenti l'entrata in vigore della legge ed aventi ad oggetto l'analisi dei rapporti tra *corporations* e società di revisione, era emerso che l'esercizio da parte di queste ultime di attività di consulenza, aggiuntive rispetto a quella di controllo contabile, non era tale da incidere negativamente sulla qualità dello stesso servizio di revisione. Allo stesso modo la piena ammissibilità, ai sensi delle leggi statali previgenti al SOX, di prestiti concessi dalle società al *management*, avrebbe consentito, nella maggior parte dei casi, di realizzare l'obiettivo perseguito di allineare l'interesse degli azionisti a quelli della dirigenza, incentivando quest'ultima ad investire in azioni della stessa società le somme ricevute in prestito.

A ciò si aggiunga, infine, che, sempre dai primi dati raccolti in relazione all'attuazione del SOX, emergono dubbi circa la reale efficacia degli obblighi di certificazione della situazione finanziaria delle società imposti agli amministratori, soprattutto dal punto di vista del reale

---

<sup>51</sup> I cui dati e conclusioni sono contenuti nell'appendice del recente contributo sugli effetti della riforma di R. Romano, *The Sarbanes- Oxley Act ...*, cit., 1604 ss.

incremento della possibilità per gli investitori di distinguere sul piano qualitativo le società con un adeguato livello di trasparenza informativa rispetto a quelle contraddistinte da una condizione di opacità finanziaria.

Da tale combinazione di dati statistici conseguirebbe, dunque, sempre secondo una concezione improntata alla più ampia liberalizzazione dei mercati finanziari, una duplice critica nei confronti degli effetti prodotti dal SOX, dal punto di vista del necessario bilanciamento tra le istanze di trasparenza dei mercati e tutela degli investitori e quelle di minimizzazione dei vincoli e dei costi di transazione imposti alle *corporations*.

Il primo fondamentale rilievo attiene proprio tale ultimo aspetto, in quanto da più parti è stato messo in evidenza che la riforma approvata dal legislatore statunitense, nell'imporre alle società quotate una serie di oneri/obblighi aggiuntivi in materia di *disclosure* finanziaria e di controlli interni (quali la redazione di rapporti periodici, di comunicazioni relative a transazioni riguardanti il management e i principali azionisti, con la previsione correlata di una serie di controlli interni, di responsabilità e di obblighi di certificazione a carico dei medesimi dirigenti) abbia determinato una notevole crescita dei costi imposti alle *corporations* per l'adempimento degli stessi obblighi, senza che all'incremento dei gravami sia concretamente corrisposto un incremento della tutela degli investitori.

Ulteriore effetto negativo della riforma sarebbe, inoltre, quello di avere introdotto limiti all'operatività della concorrenza tra ordinamenti statali in materia di diritto societario imponendosi con il SOX obblighi di uniformazione normativa (*federal mandates*) suscettibili di limitare l'autonomia degli Stati in un settore di competenza ad essi tradizionalmente attribuito.

Tale uniformità determinerebbe la sostanziale erosione di quel meccanismo virtuoso indotto dal federalismo competitivo, il quale consente a ciascuna impresa di scegliere l'ambiente giuridico più favorevole allo svolgimento della propria attività, garantendo analoga facoltà di scelta agli investitori (i quali, a loro volta, saranno messi in condizione di decidere di indirizzare il proprio capitale di rischio verso le società operanti negli ordinamenti con più o meno elevati livelli di *disclosure* e di protezione degli azionisti).

La conclusione di una tale impostazione si traduce, dunque, nella duplice opzione, procedurale, per la necessaria sottoposizione a revisione periodica di leggi aventi carattere emergenziale quali il SOX del 2002 e sostanziale, per un "ritorno agli Stati" delle competenze in materia di *corporate governance* esercitate dal legislatore federale (in modo tale da restaurare quella concorrenza tra regolatori suscettibile di ingenerare i benefici effetti passati in rassegna in precedenza).

7. – Sebbene i rilievi critici nei confronti del SOX, operati dai teorici della concorrenza tra ordinamenti, siano in buona parte diretti ad ottenere la conferma, su base empirica, delle premesse di carattere dogmatico sulle quali si regge il modello del federalismo competitivo, è altrettanto vero che l'insieme dei dati statistici posti a fondamento di tali studi vale effettivamente ad individuare una serie di problematiche attuative dell'intervento del legislatore, in relazione alle quali, non solamente la *scientia iuris*, ma anche le istituzioni preposte alla *regulation* dei mercati (come la SEC), stanno cercando di adottare alcune soluzioni correttive.

Se da una parte, infatti, il presunto legame tra efficienza dei mercati e dinamiche di concorrenza tra ordinamenti è oggetto di discussioni, sia con riferimento alla configurabilità del sistema statunitense come modello di federalismo competitivo nella disciplina della *corporate law*<sup>52</sup> che, a maggior ragione, dal punto di vista della stessa possibilità di procedere all'esportazione su altri mercati, come quelli europei, dello stesso modello, nondimeno le difficoltà correlate agli effetti in termini di costi-benefici di alcuni delle più rilevanti novità legislative introdotte dal SOX stanno determinando una spinta verso l'attenuazione di alcune delle previsioni della legge.

Al centro del dibattito circa una futura revisione del SOX vi è, infatti, il forte aumento dei costi gravanti sulle società quotate a seguito dell'incremento dei controlli interni e degli obblighi di certificazione imposti ai c.d. *gatekeepers*<sup>53</sup>, con particolare riferimento ai dirigenti operativi (CEO), finanziari (CFO) ed ai revisori contabili.

Da questo punto di vista assumono rilevanza, in particolare, disposizioni quali quelle contenute nelle Sec. n. 302 e 906 del SOX, rispettivamente individuanti gli obblighi di *disclosure* circa la situazione contabile e le prospettive finanziarie delle società gravanti sugli amministratori e le corrispondenti responsabilità penali previste in caso di violazioni imputabili a questi ultimi, nonché nella Sec. 404, afferente gli obblighi di predisposizione di rapporti informativi annuali circa l'attivazione di strutture di controllo interno e di procedure di

---

<sup>52</sup> Per una disamina delle problematiche concernenti l'articolazione in senso "competitivo" del sistema federale statunitense, con particolare riferimento alla ripartizione delle competenze in materia di diritto societario, v. M. R. Ferrarese, *Dalla concorrenza tra ordinamenti alla competizione giuridica diffusa*, in A. Zoppini (cur.), *La concorrenza ...*, cit., 123 ss. Il contributo rivolge, in particolare l'attenzione al cd. "caso Delaware" ed al dibattito sviluppatosi nella *scientia iuris* statunitense circa il ruolo assunto da detto Stato ai fini della dimostrazione dell'esistenza di un modello di concorrenza tra ordinamenti nella disciplina del diritto societario e nella conseguente capacità di attrazione di operatori economici collettivi decisi a costituirsi come persona giuridica (cd. incorporazione) in uno Stato, piuttosto che in un altro (cio' indipendentemente dalla dislocazione della sede operativa). Da una parte, infatti, la circostanza per cui più della metà delle *corporations* statunitensi abbia scelto di incorporarsi nel Delaware, assoggettandosi, in tal modo, al relativo diritto societario, viene richiamata a testimonianza dell'esistenza di un ambiente competitivo che ha consentito allo stesso Stato di sviluppare un ordinamento di settore tale da incentivare l'esercizio di un'opzione entrata da parte degli operatori di mercato (anche per i vantaggi derivanti da una fiscalità agevolata e dalla presenza di Corti statali fortemente specializzate ed esercenti le proprie funzioni in assenza di giurie popolari, oltre che di una classe di Avvocati altrettanto specializzati in diritto societario), v. M. J. Roe, *Delaware's Competition*, Discussion Paper n. 432, 08-2003, Harvard Law School, 4; dall'altra, tuttavia, richiamandosi sul punto le osservazioni di M. Kahan, E. Kamar, *The Myth of State Competition in Corporate Law*, in *Stanf. L. Rev.* 2002, 679 ss., si sottolinea come, in realtà, il consolidamento di un assetto che consacra il ruolo dominante assunto dal Delaware, dal punto di vista della scelta dell'ordinamento cui le società statunitensi intendono assoggettarsi, dimostrerebbe come la presenza di quella concorrenza tra regolatori in materia di diritto societario teorizzata dalla Romano sia più teorica che effettiva.

<sup>53</sup> Con riferimento alle preoccupazioni manifestate sia dalle società statunitensi che da quelle straniere quotate sul medesimo mercato per i costi indotti da disposizioni quali la Sec. 404 del SOX (implicante l'obbligo, per le stesse *corporations* di presentare alla SEC rapporti riguardanti l'istituzione di strutture di controllo interno e procedure di rendiconto sulla situazione finanziaria della stessa società) v. G. Stoltenberg, *A Comparative Analysis of Post - Sarbanes - Oxley Corporate Governance Developements in the US and European Union : The Impact of Tensions Created by Extraterritorial Application of Section 404*, in 53 *Am. J. Comp. L.* 457 ss.

rendicontazione contabile da parte delle stesse società (con i concorrenti obblighi, gravanti sui revisori, di certificare la veridicità dei rapporti summenzionati).

Dalle prime indagini statistiche relative all'impatto della riforma è, infatti, emerso che gli obblighi di informazione e di certificazione, nonché le procedure di controllo interno, introdotti dalla nuova normativa stanno determinando un incremento delle spese, rispetto al regime precedente, in misura non inferiore al 30 % per le attività di controllo, e del 16 % per i nuovi sistemi informativi<sup>54</sup>.

Evidente è, dunque, che il notevole aggravio di costi indotti dalla riforma stia determinando una spinta, soprattutto da parte degli operatori economici destinatari delle nuove regole, indirizzata soprattutto nei confronti dell'organo chiamato a vigilare sull'attuazione delle norme in materia di *disclosure* (la SEC) e volta ad ottenere un alleggerimento del carico regolatorio<sup>55</sup>.

Per altro verso la disposizione contenuta nella Sec. 404 del SOX, oltre al già segnalato problema dell'incremento dei costi derivante dalla previsione di obblighi aggiuntivi di informazione e di certificazione a carico del *management* delle società emittenti strumenti finanziari, pone l'ulteriore, delicata questione dell'armonizzazione con le normative in materia di procedure di controllo interno e di rendicontazione contabile vigenti in altri ordinamenti; ciò attesa l'efficacia extraterritoriale della stessa norma, la quale impone la standardizzazione degli obblighi in essa previsti a carico di tutte le società quotate sul mercato statunitense.

Le preoccupazioni manifestate dalle società europee quotate nel *New York Stock Exchange* ed il connesso timore, rivelatosi peraltro privo di fondamento, di una fuga dei medesimi operatori verso altri mercati hanno prima indotto la SEC ad accordare alle società straniere una serie di proroghe dei termini di adeguamento agli obblighi previsti dalla Sec. 404 e, contestualmente, ad avviare una trattativa con la borsa di New York ed "un cartello di imprese europee assistite dalle loro associazioni e spalleggiate dalla Commissione", al fine di introdurre, su base cooperativa, alcuni correttivi nell'applicazione della nuova normativa<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup> I dati, peraltro confermati anche da contributi successivi, sono ripresi da uno studio della National Association of Corporate Directors risalente al 30.6.04, dal titolo *DM Extra! SOX Is Still on a Roll*, in sito internet [www.nacdonline.org](http://www.nacdonline.org).

<sup>55</sup> In dottrina v., *ex multis*, N. B. Rapoport, *Enron and the New Disinterestedness – The Foxes are Guarding the Henhouse*, in 13 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 521.

<sup>56</sup> Il riferimento citato è tratto dal contributo di F. Denozza, *Le regole della globalizzazione...*, cit. 169/l, in cui si richiama tale esempio in funzione oppositiva alla tesi, facente leva sullo spontaneismo normativo dei mercati, per cui «le principali norme sono attualmente prodotte direttamente da strutture di mercato o imposte dal mercato ai legislatori statali». Per un'accurata disamina dell'impatto derivante dall'applicazione extraterritoriale della Sec. 404 del SOX, v. G. Stoltenberg, op. cit. 471 ss. Con riferimento alle posizioni assunte dall'ex Presidente della SEC Donaldson in relazione alla problematica da ultimo trattata, v. J. R. Crook (cur.), *Contemporary Practice of the United States Relating to International Law: SEC Efforts to Mitigate Jurisdictional Conflicts Under Sarbanes-Oxley Act*, in 99 A.J.I.L. 493 ss. Sempre per alcune riflessioni in merito v. M. P. Belloni, *Il Sarbanes-Oxley Act, il Business-lawyer e la Multidisciplinary Practice (MDP). I commenti della dottrina statunitense e le reazioni dell'Unione Europea. Qualcosa di nuovo nella sfera di cristallo?* In Riv. Ital. Dir. Pub. Com., 2005, 417 ss.

Contemporaneamente, tuttavia, in un'ottica di diritto comparato, sia da parte della dottrina statunitense che europea, è stato osservato che la saldatura tra l'incremento degli elementi di *regulation* in materia di *corporate governance* e di supervisione finanziaria introdotti dal SOX negli Stati Uniti (unitamente all'efficacia extraterritoriale delle stesse regole) e l'impatto sui mercati europei provocato dalle vicende che hanno determinato il dissesto della Parmalat, ha assunto la valenza di elemento in grado di alimentare il processo di consolidamento di standard comuni negli stessi settori, sia a livello comunitario (ad oggi il c.d. rapporto Lamfalussy sull'introduzione di principi comuni in materia di *governance* non ha incontrato una forte cooperazione da parte degli Stati membri), che dei singoli ordinamenti nazionali<sup>57</sup>.

8. – La crisi del sistema capitalistico statunitense manifestatasi nel 2002, unitamente alla pronta risposta che il legislatore, attraverso l'approvazione del SOX, ha tentato di dare per recuperare, anche sul piano simbolico<sup>58</sup>, la fiducia degli investitori nel mercato, ha assunto la valenza di importante riferimento comparativo nel dibattito sui lineamenti di riforma della disciplina dei mercati finanziari sviluppatosi anche in altri contesti ordinamentali quali quello italiano, parallelamente interessati da grandi *cracks* societari, frutto anch'essi della diffusione di conflitti di interesse e gravi frodi finanziarie nella gestione delle stesse società quotate.

Vero è che, per altro verso, le stesse recenti vicende del capitalismo italiano hanno raccolto notevole attenzione anche da parte della *scientia iuris* d'oltre oceano<sup>59</sup>, soprattutto dal punto di vista della sottolineatura della comune tendenza, in atto sia negli Stati Uniti che in Europa, verso un incremento della *regulation* dei mercati.

Nell'analisi dei motivi della crisi che ha coinvolto alcuni grandi gruppi industriali italiani nell'ultimo quinquennio, ed anche nel faticoso processo di elaborazione delle risposte che il nostro ordinamento ha inteso dare in funzione dell'obiettivo condiviso di rafforzare la tutela del risparmio, si è, quindi, sentito spesso parlare di "lezione americana"<sup>60</sup>, tanto per

---

<sup>57</sup> V. il citato contributo di Stoltenberg e, nella dottrina europea, le notazioni di L. Enriques, *Bad Apples, Bad Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms*, in 38 Wake For. L. Rev. (2003) 916 ss.

<sup>58</sup> Sulla forte valenza simbolica dell'approvazione del SOX, come immediata risposta ai grandi *cracks* finanziari del 2002, vi è una certa concordanza di valutazioni in dottrina, a prescindere dal dibattito indotto dalle problematiche applicative della stessa legge.

<sup>59</sup> V. G. Stoltenberg, op. cit. 479.

<sup>60</sup> M. Vitale, *America punto a capo*, cit., v. parte seconda dal titolo: *Quale lezione per l'Italia?*, 35 ss. Pur sottolineando che l'epicentro della crisi dei mercati mobiliari si è manifestato negli USA, l'autore evidenzia come tale fenomeno abbia in realtà portata mondiale e sia essenzialmente riconducibile a quattro fattori: 1) la fine della illusione di pace e di equilibrio pacifico che seguì la decomposizione dell'impero comunista e che oggi risulta minata dal fenomeno del terrorismo globale sviluppatosi dopo gli eventi dell'11 settembre 2001. Tale situazione di guerra permanente non può che avere effetti negativi sull'andamento dell'economia mondiale e sui mercati mobiliari; 2) il ridimensionamento dei settori innovativi che avevano trascinato il ciclo economico negli anni '90; 3) l'esplosione della bolla speculativa dei valori dei settori innovativi (con particolare riferimento alla c.d. *web economy*); 4) le grandi crisi aziendali americane, imputabili alla spregiudicata condotta del *management* (v. la pratica generalizzata delle *stock options* e delle amministrazioni contabili) che hanno colpito in radice la fiducia dei risparmiatori ed investitori in un sistema capitalistico da molti elevato a modello migliore. Tale declino della

evidenziare la dimensione globalizzata delle problematiche correlate alla *regulation* dei mercati, che dal punto di vista della necessità di sottoporre al necessario vaglio critico il processo di recezione di alcune delle soluzioni che il legislatore statunitense ha ritenuto di adottare in funzione del perseguimento del medesimo fine.

Certamente si è già rimarcato come, a differenza della tempistica immediatamente successiva agli scandali del 2002 dell'intervento di riforma del legislatore statunitense, la legge n. 262, approvata dal Parlamento italiano il 28 dicembre 2005 e, perciò (anche se non solo) definita da importante dottrina la "tardiva risposta agli scandali finanziari degli ultimi due anni"<sup>61</sup>, costituisce il risultato di un faticoso iter parlamentare in cui il dibattito politico sulla riforma della disciplina dei mercati finanziari era stato, per lungo tempo, connotato da oscillazioni e veti reciproci che sembravano avere definitivamente bloccato l'approvazione della legge<sup>62</sup>.

L'accelerazione improvvisa del procedimento di formazione della legge è, dunque, da ricondursi alla contingente necessità, oramai indifferibile, di modificare le norme in materia di criteri di nomina e durata del mandato del Governatore della Banca d'Italia a seguito della gravissima crisi ed ai conflitti che hanno coinvolto tale istituzione in occasione delle indagini giudiziarie sulle scalate BNL e Antonveneta<sup>63</sup>.

L'accertamento (ancora oggetto di indagini) dell'intervenuta commissione di una serie di gravissimi reati finanziari da parte di alcuni dei soggetti coinvolti e l'atteggiamento di sostanziale parzialità tenuto dai vertici della principale autorità di vigilanza sul settore creditizio (venuta meno ai propri doveri di neutralità nell'esercizio delle funzioni di controllo) ha reso inevitabile un intervento correttivo del legislatore che ha posto il sistema dei controlli e la *disclosure* dei mercati finanziari al centro dell'impianto della riforma, nell'ambito dell'obiettivo più generale del rafforzamento della tutela degli investitori.

Tale ultimo obiettivo è stato, perciò, perseguito attraverso un intervento di riforma estremamente ampio ed articolato, che ha spaziato dalla modifica dei rapporti tra organi di amministrazione e controllo nella *governance* societaria<sup>64</sup>, alla prevenzione dei conflitti di interesse (con particolare riferimento ai rapporti tra banche e società quotate e tra queste ultime e società di revisione)<sup>65</sup>, ai requisiti di *disclosure* nella circolazione degli strumenti

---

fiducia nei mercati finanziari americani sarebbe poi divenuto fenomeno globale involgente una generale crisi dei valori mobiliari su scala mondiale, *ibidem*, 36-38.

<sup>61</sup> G. Rossi, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in Riv. Soc., I, 2006, 2.

<sup>62</sup> Per una puntuale critica nei confronti della passività del legislatore italiano v. l'editoriale di F. Giavazzi, *Quei conflitti sul risparmio*, Corriere della Sera, 4-1-2005, in cui l'economista pone l'accento sulla mancata risoluzione dei conflitti di interessi riguardanti le banche e la Banca d'Italia in casi come quello Cirio. Condivide tali rilievi critici V. Buonocore, *Introduzione* a C. Amatucci (cur.) *I controlli esterni...*, cit. 7-8, il quale sottolinea come la tardività della risposta agli scandali da parte del legislatore italiano sia stata dovuta all'impantanarsi della stessa nella lotta tra lobbies e poteri.

<sup>63</sup> Per una critica dell'inerzia prolungata del legislatore italiano e del conseguente ritardo con il quale lo stesso è intervenuto approvando una legge a tutela del risparmio a distanza di oltre due anni dagli scandali finanziari che hanno visto numerosi risparmiatori perdere i capitali investiti in società poi fallite, v. L. Torchia, *Verso una Banca d'Italia repubblicana ed europea?*, in Gior. Dir. Amm., 3, 2006, 273.

<sup>64</sup> Sul punto v. V. Panzironi, *Più tutela delle minoranze nella nuova "corporate governance"*, in Dir. Prat. Soc., 3, 2006, 26 ss.

<sup>65</sup> P. Valentino, *Mercati finanziari e disciplina dei conflitti di interesse*, in Dir. Prat. Soc., 3, 2006, 38 ss.

finanziari, alla nuova configurazione dell'organizzazione di vertice della Banca d'Italia ed alla ripartizione delle funzioni tra la medesima e le altre autorità di vigilanza sui mercati finanziari<sup>66</sup>, al rafforzamento del sistema delle sanzioni penali ed amministrative destinate a perseguire le frodi finanziarie<sup>67</sup>.

Immedie sono state le critiche sia di metodo che di merito indirizzate nei confronti della legge: dal primo punto di vista, infatti, quello che è stato definito da autorevole dottrina un "esempio di cattiva tecnica legislativa"<sup>68</sup> costituisce il risultato di un iter di approvazione sotto diversi aspetti schizofrenico, in quanto caratterizzato prima da uno stanco dibattito parlamentare protrattosi per oltre un biennio (ed apparentemente destinato al fallimento) e, successivamente, da una brusca accelerazione dello stesso procedimento, frutto, ancora una volta, di una situazione di carattere emergenziale come quella manifestatasi a partire dall'estate del 2005 a seguito del c.d. "problema Fazio"<sup>69</sup>.

Alla sottolineatura della tardività della risposta operata dal legislatore nei confronti dei grandi scandali finanziari degli ultimi anni, si aggiunge, pertanto, l'ulteriore critica avente ad oggetto le carenze del nuovo disposto normativo, sia in termini di "intelligibilità" e di "coordinamento sistematico" del disposto normativo, che di "contenuto delle singole previsioni"<sup>70</sup>.

In particolare la sovrapposizione di problematiche "di sistema", inerenti struttura e funzionamento dei mercati finanziari e le garanzie di tutela dei risparmiatori con quelle contingenti attinenti l'urgenza di una revisione dei principi di organizzazione ed i rapporti tra le autorità di vigilanza (con particolare riferimento alla Banca d'Italia) ha determinato una sostanziale eterogeneità dei fini della nuova disciplina e la conseguente necessità di coordinare, sul piano interpretativo, disposizioni ispirate da una *ratio* e/o comunque orientate da principi fortemente diversificati<sup>71</sup>.

---

<sup>66</sup> V. L. Plattner, *Authorities e riforma del risparmio: nuovi profili di trasparenza*, in Dir. Prat. Soc., 3, 2006, 46 ss.

<sup>67</sup> G. Lunghini, *Falso in bilancio e altri reati a tutela del risparmio: le novità penali ed amministrative*, in Dir. Prat. Soc., 3, 2006, 56 ss.

<sup>68</sup> G. Rossi, *La legge sulla tutela del risparmio...*, cit., 1 ss.

<sup>69</sup> La citazione è estrapolata dal titolo di un articolo contenente l'appello di due importanti economisti italiani, avente ad oggetto i conflitti di interesse inerenti il sistema bancario del nostro ordinamento, con il quale si invocava, in assenza delle dimissioni volontarie del Governatore della Banca d'Italia e permanendo un atteggiamento di sostanziale inerzia delle istituzioni di governo e parlamentari, un intervento del Capo dello Stato in sede di *moral suasion* sui membri del Consiglio Superiore della Banca d'Italia al fine di sollecitare le dimissioni del Governatore (A. Alesina, L. Zingales, *Italy's Fazio problem is a symptom of its perverse bank system*, in Financial Times 28-9-2005). L'appello, pubblicato anche nel Sole 24 Ore e sottoscritto da 270 economisti italiani, dava origine anche ad un interessante dibattito giornalistico sulla legittimità o meno, dal punto di vista dell'effettiva titolarità dei poteri necessari, di un intervento del Presidente della Repubblica nel caso *de quo*. Si v. ad es l'opposta presa di posizione di D. Di Vico, in Corriere della Sera, 29-9-2005 e l'immediata replica degli economisti nello stesso giornale il 30-9-2005, in un contributo dal titolo: *Il Presidente e il rebus delle dimissioni*.

<sup>70</sup> *Ibidem*, 2.

<sup>71</sup> Si pensi ancora una volta alla profonda diversità di *ratio* tra le disposizioni contenute nell'art. 19 l. 262/2005 in materia di revisione dei criteri di nomina del Governatore della Banca d'Italia e dei rapporti tra detta carica ed il direttorio dell'Istituto, e quelle più direttamente finalizzate a rafforzare la tutela degli investitori in società quotate in quanto attinenti la trasparenza e la informazione societaria



Nell'ambito di una riforma dei mercati finanziari così complessa ed estesa alcune delle scelte operate dal legislatore paiono porsi in parallelo, non solamente sul piano teleologico, con le principali novità introdotte tre anni prima dal SOX: le forti differenze esistenti nel diritto societario e nella disciplina dei mercati finanziari italiano e statunitense non impediscono, infatti, di evidenziare come l'obiettivo condiviso di incrementare la tutela degli investitori sia stato perseguito attraverso alcuni indirizzi normativi comuni incentrati sull'introduzione di regole aggiuntive in materia di *corporate governance*, di indipendenza dei c.d. *gatekeepers*, di potenziamento dell'informazione societaria e finanziaria<sup>72</sup>, di aggravamento delle responsabilità e del sistema di sanzioni previste per le relative infrazioni<sup>73</sup>.

Da questo punto di vista assumono rilievo, soprattutto, novità quali il rafforzamento della presenza (resa obbligatoria) di membri indipendenti negli organi di controllo interno delle società (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo sulla gestione a seconda che il modello di amministrazione prescelto sia dualistico o monastico) (Capo I, Art. 1, 2 l. 262/2005); in secondo luogo può richiamarsi la modifica del T.U.F. nella parte riguardante le società di revisione, in cui, nell'ambito di un'articolata disciplina delle modalità di conferimento e revoca dell'incarico a queste ultime, viene sancito il divieto di cumulo tra gli stessi incarichi di revisione ed una serie di ulteriori servizi di consulenza quali quelli attinenti la tenuta dei libri contabili, l'assistenza legale, la consulenza aziendale e finanziaria (titolo III, l. 262/2005).

In materia di *disclosure* possono poi richiamarsi, da una parte, la previsione di una serie di obblighi di informazione al mercato aventi ad oggetto la concessione di *stock options* al *management* (piani di compensi basati su azioni o strumenti finanziari disciplinati dall'art. 16 l. 262/2005); dall'altra la necessaria individuazione di un "dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari", il quale individui "adeguate procedure amministrative e contabili per la predisposizione del bilancio di esercizio, che certifichi la corrispondenza al vero dei documenti contabili ed attesti, con apposita relazione "l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle stesse procedure" e la corrispondenza del bilancio alle risultanze dei libri e delle scritture contabili (art. 14 l. 262/2005); completano il quadro il potenziamento delle risorse e dei poteri spettanti alla CONSOB, nell'ambito del più generale riassetto dell'organizzazione (con particolare riferimento alla Banca d'Italia) dei rapporti e delle funzioni delle autorità di vigilanza (Tit IV l. 262/2005) e l'aggravamento del sistema di sanzioni penali ed amministrative destinate a perseguire le fattispecie di illecito correlate alla perpetrazione di frodi finanziarie come nel caso delle false comunicazioni sociali, di violazione degli obblighi di informativa ai mercati (es. falso in prospetto – art. 34 l. 262/2005), di falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione.

Il sintetico richiamo, così operato, di alcune delle disposizioni contenute nell'ampio intervento di riforma della disciplina dei mercati finanziari approvato dal legislatore italiano,

---

<sup>72</sup> Per alcune interessanti notazioni relative alla centralità nei mercati di informazione qualificata delle certificazioni private quali quelle in materia di bilancio e quelle delle società di rating v. A. Benedetti, *Certificazioni private e pubblica fiducia*, in Dir. Ec., 1, 2006, 18 ss.

<sup>73</sup> Per un fondamentale quadro generale di partenza delle problematiche attinenti ruolo e responsabilità degli amministratori, nonché degli organi di controllo sull'amministrazione e la gestione dell'impresa, v. B. Libonati, *L'impresa e le società*, Giuffrè, Milano, 243 ss.

ne evidenzia i molteplici punti di contatto con la legislazione statunitense, soprattutto dal punto di vista della similitudine degli strumenti e degli istituti utilizzati nell'intento comune di aumentare l'informazione finanziaria e la trasparenza della *governance*.

Il dilemma successivo che si pone in sede di analisi comparativa è, dunque, ancora una volta, quello correlato alla valutazione circa la concreta efficacia delle soluzioni prescelte dal legislatore italiano in funzione del comune obiettivo di tutelare il risparmio degli investitori attraverso il rafforzamento della *regulation* dei mercati finanziari.

Da questo punto di vista è da premettere che le indicazioni provenienti dal dibattito (di cui si è già dato conto) riguardante le problematiche di attuazione della legislazione statunitense sono necessariamente da relativizzare, soprattutto con riferimento alle novità in materia di *governance*, a fronte della forte diversità delle strutture societarie sviluppatasi nei due ordinamenti oggetto della presente analisi.

L'assenza di un'effettiva convergenza degli assetti proprietari e di controllo delle società operanti nei diversi contesti ordinamentali, con la conseguente permanenza della distinzione tra i due modelli di *governance*, rispettivamente definiti come *shareholder system* e *stakeholder system*<sup>74</sup>, se da una parte dimostra il rilievo determinante della *path dependence* ai fini della conformazione del sistema capitalistico e del diritto societario consolidatisi in ciascuna esperienza giuridica, dall'altra, sul piano interpretativo, comporta la necessità di ancorare la valutazione delle novità legislative recentemente intervenute in Italia al concreto assetto strutturale delle società operanti nel nostro ordinamento.

Certamente, infatti, in un sistema fondato su di un basso livello di separazione tra proprietà (familiare o comunque concentrata) e controllo delle scelte di gestione<sup>75</sup>, nonché sullo sviluppo di gruppi di società a struttura piramidale controllati da famiglie e coalizioni di azionisti legati da patti parasociali, il nodo problematico da sciogliere in funzione della tutela degli investitori, non attiene tanto al riequilibrio dei poteri tra azionisti e *management* ed al conseguente rafforzamento di un sistema di pesi e di contrappesi tale da limitare l'opportunità degli stessi *managers* nei confronti dei primi (come, invece, avviene nel caso delle *public company* ad azionariato diffuso); piuttosto, a fronte di una dirigenza legata da stretto vincolo fiduciario con la proprietà, il problema diviene quello della tutela della minoranza degli azionisti e degli altri *stakeholder* come, ad esempio, i creditori sociali e i dipendenti delle stesse società.

L'inerenza strutturale di un conflitto di interessi tra proprietà azionaria concentrata delle società quotate italiane e minoranze degli azionisti (conflitto traducesi in una gestione societaria potenzialmente lesiva degli interessi di questi ultimi da parte di un *management* espresso dalla prima) spostata, dunque, la questione della tutela degli stessi azionisti di minoranza, in primo luogo sul piano dei requisiti di *disclosure* dei reali assetti societari e

---

<sup>74</sup> Per un confronto tra i due modelli, con particolare riferimento agli ordinamenti statunitense e tedesco, v. T. Baums, K. E. Scott, *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, in 53 Am. J. Comp. L. 31 (2005).

<sup>75</sup> Sul tema v. M. Bianchi, M. Bianco, L. Enriques, *Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy*, in sito internet: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=293882](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=293882). Sulle interrelazioni tra società capogruppo ed investitori, v., inoltre, il fondamentale studio di B. Libonati,  *Holding e investment trust*, Milano, Giuffrè, 1959.

della trasparenza della *governance* e, in secondo luogo, su quello del rafforzamento dei controlli interni ed esterni sulla gestione amministrativa e finanziaria delle società<sup>76</sup>.

E' per tale motivo che, anche laddove il modello di riferimento per le nuove disposizioni inserite nella legge 262/2005 è rinvenibile in analoghe previsioni contenute nel SOX, l'analisi comparativa relativa all'interpretazione delle novità introdotte dal legislatore italiano (soprattutto in punto di valutazione della concreta efficacia della soluzione prescelta) rende necessario valutare di volta in volta se le considerazioni emerse nel dibattito relativo all'applicazione della normativa statunitense siano estensibili al caso italiano.

Da questo punto di vista le considerazioni critiche operate dalla dottrina in relazione alla contraddittorietà con l'*intentio legislatoris* di alcune delle principali novità introdotte dalla l. 262/2005 in materia di *governance*, quali quelle relative all'imposizione dello scrutinio segreto per l'elezione delle cariche sociali (art. 1 c. 2 l. 262/2005)<sup>77</sup> o i dubbi espressi in relazione al ruolo effettivo che potrà svolgere la presenza in consiglio di amministrazione di

---

<sup>76</sup> Ecco perché, a proposito dei grandi crack finanziari che hanno caratterizzato l'industria italiana negli ultimi anni, si è preferito parlare, anziché di rottura di quel sistema di pesi e contrappesi che aveva regolato la posizione rispettiva degli azionisti, dei *managers* e dei *gatekeepers* nella *governance* delle *public companies* statunitensi, di fallimento del sistema dei controlli interni ed esterni alla gestione societaria come fattore causale principale delle crisi stesse. In pratica, cioè, a fronte della latitanza dei controllori istituzionali (revisori dei conti, banche operanti in funzione di intermediari per la collocazione sul mercato di titoli obbligazionari, analisti finanziari, società di *rating*, autorità preposte alla vigilanza sui mercati) si è assistito alla diffusione di piramidi di società secondo il modello delle "scatole cinesi" che ha consentito, da una parte, di non rendere trasparenti i reali assetti di controllo dei gruppi e, dall'altra, di effettuare una serie di operazioni finanziarie tra "parti correlate" finalizzate a trasferire risorse finanziarie, mediante cessioni incrociate di crediti, dalle società operative controllate a quelle controllanti, senza che venisse fornita alcuna adeguata garanzia degli stessi crediti maturati dalle prime nei confronti delle seconde; le conseguenze erano la grave lesione degli interessi degli azionisti di minoranza e/o degli investitori (es. obbligazionisti) di queste ultime e la possibilità per gli azionisti di controllo del sistema di scatole cinesi, di disporre di risorse finanziarie "coprendo" l'indebitamento maturato dalle società operative attraverso crediti infragruppo inesigibili. Sull'individuazione della nozione di operazioni con parti correlate v. G. Minervini, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 33.2, 2006, 162 ss.

<sup>77</sup> Il riferimento è, in tal caso, alle già richiamate disposizioni in materia di nomina e requisiti degli amministratori (art. 1 l. 262/05), in cui si prevede che gli statuti delle società quotate debbano regolare l'elezione di questi ultimi sulla base di liste di candidati e che, comunque, almeno uno dei membri del consiglio di amministrazione sia espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo con quella risultata prima per numero dei voti. Il chiaro intento di incrementare la tutela degli azionisti di minoranza si scontra, infatti, con la concorrente previsione, contenuta nel comma 2 della stessa norma, che impone lo scrutinio segreto per l'elezione delle cariche sociali; in tal modo, infatti, l'esigenza di una dialettica trasparente tra liste di azionisti in effettiva competizione si stempera nella difficoltà, correlata all'espressione del voto segreto, di impedire la presentazione di liste espressione di componenti dell'azionariato solo apparentemente contrapposte alla maggioranza degli stessi azionisti, ma in realtà legate a quest'ultima da sindacati di voto occulti (con conseguente aggiramento della riserva alla minoranza di un posto in consiglio di amministrazione). Tale conclusione non sarebbe, invece, suscettibile di estensione analogica al sistema statunitense in cui, invece, essendo «la grande maggioranza degli azionisti di minoranza ... espressa tramite investitori istituzionali e la raccolta di deleghe di voto, ... la segretezza assicura una minore dipendenza di tali soggetti dagli amministratori», G. Rossi, *La legge sulla tutela del risparmio ...*, cit., 5. Sempre sulle problematiche indotte dalle nuove disposizioni in materia di elezione delle cariche sociali di società quotate, v. A. Blandini, *Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista, e dintorni*, in *Le Soc.*, 3, 2006, 269 ss., nonché M. Notari, M. Stella Richter jr. *Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Le Soc.*, 5, 2006, 533 ss.

membri in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci (art. 1 c. 4 l. 262/2005)<sup>78</sup>, dovranno essere necessariamente relativizzate tenendo conto del modello di struttura societaria prevalente nel sistema capitalistico italiano.

Più ampi margini di convergenza con le valutazioni espresse nei confronti delle previsioni contenute nel SOX potranno essere, per altro verso, individuati in relazione alle novità in materia di informazione societaria e di disciplina delle attività di revisione contabile.

Al riguardo, infatti, al giudizio nel complesso favorevole nei confronti di quelle parti della legge sulla tutela del risparmio dirette a combattere i conflitti di interesse tra revisori e società controllate, nonché a rafforzare, anche attraverso un più adeguato apparato di regole di responsabilità e di sanzioni, il sistema dei controlli interni<sup>79</sup> ed esterni sulla gestione amministrativa e contabile delle società quotate, si accompagnano notazioni critiche quali quelle relative all'eccessiva protrazione temporale degli incarichi conferiti alle società di revisione (aventi la durata di 6 esercizi e rinnovabili una sola volta)<sup>80</sup> ed alla necessità di delimitare l'ambito delle comunicazioni soggette ad attestazione del dirigente contabile, nonché le responsabilità di quest'ultimo (attesa anche la tempistica spesso particolarmente breve delle stesse comunicazioni)<sup>81</sup>.

Riecheggiano, infine, le preoccupazioni, già espresse dalla dottrina statunitense in relazione alle problematiche applicative del SOX, le considerazioni volte a sottolineare i

---

<sup>78</sup> Sulla definizione dei criteri di nomina degli amministratori indipendenti, sul problema della garanzia dell'effettività della stessa indipendenza e sulla valutazione sostanzialmente positiva del ruolo che gli stessi sono chiamati ad assumere in funzione di contrappeso nei confronti dei CEO, v. le riflessioni a suo tempo svolte da L. Enriques, *Bad Apples, Bad Oranges...*, cit., 926 ss; nel saggio si fa, ad esempio, riferimento all'importante funzione svolta, in Italia, dai consiglieri indipendenti, eletti con i voti degli investitori istituzionali, dei consigli di amministrazione delle grandi società privatizzate – *ibidem*, 928. Di sostanziale fallimento dell'esperienza degli amministratori indipendenti nella *governance* delle società italiane (per il tendenziale appiattimento degli stessi sulle posizioni degli azionisti che li hanno nominati) e della conseguente previsione, contenuta nella l. 262/2005 della presenza obbligatoria di amministrazioni di minoranza nei consigli delle stesse società quotate (anch'essa, però, suscettibile di alimentare problemi in termini di incremento della conflittualità interna alla gestione societaria), ha parlato di recente F. Bonelli, nella relazione dal titolo: *Linee guida della riforma*, tenuta nell'ambito del Convegno di Studi organizzato dal Dipartimento Giuridico – Politico dell'Università degli Studi di Milano il 10 novembre 2006, sul tema *Tutela del risparmio, Authorities, Governo societario. Regole nuove per problemi antichi*.

<sup>79</sup> Per una valutazione sostanzialmente positiva della previsione relativa alla necessaria presenza di almeno un componente nominato dalla minoranza negli organi di controllo delle società, che abbia i requisiti di onorabilità e di professionalità già dettati per il collegio sindacale e cui spetti necessariamente il ruolo di presidente di quest'ultimo, v. A Blandini, op. cit., 274.

<sup>80</sup> *Ibidem*, 13 ss.; v. anche l'ampio commento alla l. 262/05 contenuto nella Circolare n. 12/2006 di Assonime, pubblicata nel saggio dal titolo: *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari: il commento dell'Assonime*, in *Dir. Soc.* 2-3, 2006, 515 ss. Con riferimento a tale ultimo aspetto la disciplina della durata degli incarichi di revisione dovrebbe contemperare la duplice esigenza di garantire, da una parte, che il mandato conferito ai revisori sia protratto per un periodo di tempo sufficiente a consentire agli stessi di disporre di un'adeguata conoscenza della società sottoposta a revisione e, dall'altra, di evitare che un rapporto eccessivamente prolungato possa agevolare l'insorgenza di conflitti di interesse tra le parti attenuando l'indipendenza del revisore. Per una critica delle relative disposizioni contenute nella l. 262/05 e per un'analisi della relativa interpretazione da parte della CONSOB, v. G. Verrascina, *Legge sul risparmio e revisione contabile: la mandatory rotation nell'interpretazione della CONSOB*, in *Le Soc.* 6, 2006, 665.

<sup>81</sup> *Ibidem*, 505 ss.

notevoli carichi, sia in termini di oneri di regolazione che di controllo imposti all'autorità di vigilanza sui mercati<sup>82</sup>, nonchè gli ingenti costi imposti alle società quotate dai nuovi obblighi di certificazione e di *disclosure* previsti dalla nuova legge.

Volendo ora trarre alcune conclusioni di sistema dalle sintetiche note comparative sviluppate nella presente analisi si può dire che le conseguenze sui mercati finanziari rispettivamente statunitense ed italiano, dei grandi crack finanziari verificatisi a partire dal 2002 hanno evidenziato, oltre che una serie di peculiarità connaturate alla diversa struttura dei sistemi capitalistici dei due ordinamenti, una serie di nodi irrisolti comuni in relazione ai quali va valutata la concreta efficacia delle risposte operate dai regolatori.

Con acutezza sono state poste al centro dell'attenzione problematiche quali la necessaria revisione della struttura delle banche d'affari (con i connessi, gravi conflitti di interesse); l'incapacità delle grandi società di revisione di svolgere la funzione che la collettività loro assegna; l'accentuazione della responsabilità civile per negligenza delle banche e degli intermediari finanziari che curano l'emissione ed il collocamento dei titoli; lo strapotere, soprattutto nel sistema statunitense del CEO che copre insieme la carica di presidente e consigliere delegato; l'uso e l'abuso delle società *off shore*<sup>83</sup>.

A fronte di questa griglia di questioni comuni da risolvere la risposta del legislatore statunitense, con indubbi margini di tempestività rispetto a quella operata in Italia a distanza di anni, è stata affidata, essenzialmente, al rafforzamento del sistema sanzionatorio connesso alla vigilanza sui mercati, intervenendosi, in misura prevalente, sulla *disclosure* e sulle regole di responsabilità per la violazione dei relativi obblighi, oltre che sul nodo dei rapporti con le società di revisione.

Nello stesso tempo l'efficacia delle disposizioni volte alla protezione degli investitori fa leva sugli accresciuti poteri sanzionatori e di vigilanza affidati alla SEC, sui poteri di supervisione dell'attività dei revisori indipendenti affidati al PCAOB, sulle severe sanzioni penali previste dal SOX; ne consegue un'accentuazione dell'*enforcement* pubblico degli standard di condotta antifrode stabiliti dal legislatore rispetto al tradizionale strumento di *enforcement* privato statunitense, costituito dalle *class actions*.

Queste ultime, del resto, sono state anche oggetto di una recente legge di riforma (*Class Action Fairness Act*), volta a limitare gli abusi nell'utilizzo dello stesso strumento processuale<sup>84</sup>.

---

<sup>82</sup> Da ultimo, v. le notazioni giornalistiche di R. Sabbatini, *La Consob perde il passo del mercato*, in *Il Sole 24 Ore*, 21-9-06, 33, in cui si sottolineano, da una parte l'"affanno" con il quale l'Authority sta affrontando il nuovo ruolo attribuitole dal legislatore, sia per l'alluvione normativa derivante dalla necessità di redigere ben 20 nuovi regolamenti, che per il processo di riorganizzazione del personale cui la stessa CONSOB è attualmente sottoposta. Sul problema dei nuovi poteri riconosciuti alla CONSOB, in quanto finalizzati sia al rafforzamento dell'informazione, che della correttezza dell'esercizio dell'attività degli intermediari, si v. le interessanti riflessioni svolte da C. Rabitti Bedogni nella relazione su: *Nuove funzioni e poteri della Consob*, tenuta nell'ambito del Convegno di Studi sul tema *Tutela del risparmio, Authorities, Governo societario...*cit. in nota 78.

<sup>83</sup> M. Vitale, *Alla finanza di massa servono cinque regole*, in *Corriere Economia – Corriere della Sera*, 26-1-04.

<sup>84</sup> *Class Action Fairness Act* (CAFA), Feb. 18, 2005, Pub. L. No. 109-2, 119 Stat. 4. Sulla legge v. i commenti di C. Pincibò, *La controriforma delle class actions*, in *Danno Resp.* 2, 2006, 11 ss.; L. Frata, *Il Class Action Fairness Act of 2005: problemi e prospettive*, in *Danno Resp.* 1, 2006, 13 ss. Al fine di combattere il fenomeno del *forum shopping* nella scelta delle giurisdizioni statali ove promuovere le *class actions* (con preferenza per quelle con

Per parte sua anche l'intervento del legislatore italiano<sup>85</sup>, al di là del carattere disorganico dello stesso e delle contraddizioni già segnalate rispetto all'obiettivo comune di rafforzare la tutela degli investitori, assume come riferimento il modello statunitense soprattutto in relazione ai profili già richiamati del rafforzamento di un sistema che fa leva sull'*enforcement* pubblico degli obblighi di *disclosure* introdotti dalla legge (in particolare attraverso l'accentuazione dei poteri di regolazione e di vigilanza della CONSOB), oltre che sulla modifica delle regole di *governance* in funzione di prevenzione dei problemi di *agency* tipici del sistema capitalistico del nostro ordinamento (con particolare riferimento alla revisione del ruolo dei *gatekeepers* ed ai concorrenti, eventuali profili di responsabilità degli amministratori per atti in conflitto di interesse desumibili dal combinato disposto degli artt. 2381 ss c.c. e delle società capogruppo per mancato rispetto dei principi di corretta gestione contabile societaria ed imprenditoriale ex art. 2497 c.c.).

In più la stessa riforma approvata in Italia persegue giustamente anche l'intento di incidere su alcuni degli ulteriori, principali nodi problematici peculiari dei mercati finanziari italiani quali quelli correlati al necessario rafforzamento della trasparenza societaria, a fronte di una struttura del sistema capitalistico articolata in gruppi di società organizzati secondo il già richiamato modello delle "scatole cinesi" e la conseguente opacità degli assetti proprietari dovuta ai rapporti di controllo e/o collegamento con società estere operanti in mercati con bassi livelli di *disclosure*<sup>86</sup>.

Più debole, appare, invece, il riferimento al modello statunitense sul piano delle sanzioni penali, laddove al notevole inasprimento delle pene previsto dal SOX per i reati finanziari, fa riscontro la permanente levità delle pene applicabili in Italia per il reato di false comunicazioni sociali.

In relazione, comunque, ai molteplici rilievi critici mossi dalla dottrina nei confronti dell'impianto della legge di riforma del risparmio è comunque da segnalare che la quasi unanime sollecitazione per una revisione della stessa legge pare essere stata già raccolta nel decreto legislativo di modifica del Tub e del Tuf e della legge sulla concorrenza, recentemente approvato dal Governo Prodi (c.d. Decreto Pinza), nel quale sono state previste una serie di correttivi quali ad es. l'abolizione del voto segreto nell'elezione delle cariche sociali, l'aumento del numero degli amministratori indipendenti, l'elezione di uno dei sindaci da parte delle minoranze con voto di lista, il rafforzamento della *disclosure* sulle *stock options* e sull'informazione societaria<sup>87</sup>.

---

precedenti favorevoli alla concessione di risarcimenti elevati ai soggetti promotori) la legge ha, tra l'altro, operato la federalizzazione delle stesse azioni, attraverso la previsione della giurisdizione esclusiva delle corti federali sulle *class actions* nelle quali il valore della controversia risulta superiore ai 5 milioni di dollari.

<sup>85</sup> Per un'analitica illustrazione dei contenuti dello stesso v. V. Salafia, *La legge sul risparmio*, in *Le Soc.* 2, 2006, 137 ss.

<sup>86</sup> Da questo punto di vista assumono particolare rilievo le disposizioni volte ad imporre obblighi di trasparenza circa la costituzione e la situazione patrimoniale e finanziaria alle società italiane quotate o che hanno emesso strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante le quali siano le gate da rapporti di controllo o di collegamento con società estere (Capo III, l. 262/05).

<sup>87</sup> Per una prima illustrazione dei contenuti del decreto v. I. Bufacchi, *Risparmio, decolla la riforma*, in *Il Sole* 24 Ore, inserto Finanza e Mercati, 1-9-06, 25.

Tali modifiche appaiono indubbiamente coerenti con l'intento perseguito di rafforzare nella *governance* delle società quotate l'attuazione dei principi di democrazia societaria costantemente violati attraverso la costruzione di un sistema fondato su scatole cinesi e sull'opacità dei gruppi di controllo.

Sarà, infine, sicuramente interessante verificare come sull'attuale strumentario approntato dall'ordinamento italiano in funzione di una più efficace tutela degli investitori, verrà ad inserirsi la nuova disciplina sulle azioni collettive a tutela dei consumatori ed utenti, nel caso in cui il relativo disegno di legge giunga finalmente all'approvazione<sup>88</sup>.

#### ABSTRACT

The passing and carrying out of *Sarbanes – Oxley Act* (SOX) of 2002 has developed in the United States an intense debate around the evolution of American capitalism. After a synthetic description of the headlines of the law, the article tries to examine some of the most important implications of SOX for investors' protection. The recent approval by the Italian Parliament of the l. 262/2005 has given a good chance for some comparative final reflections about the common ends that the two laws try to pursue and the concrete rules they introduce for a new regulation of financial markets.

---

<sup>88</sup> Sul punto v. da ultimo, G. Negri, *Class action a tutto campo*, in *Il Sole 24 Ore*, inserto Norme e Tributi, 8-9-08, 23.