



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

***RELAZIONE
PER L'ANNO 2007***

ROMA, 31 MARZO 2008

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Paolo DI BENEDETTO

Vittorio CONTI

Michele PEZZINGA

Luca ENRIQUES

Direttore Generale

Massimo TEZZON

INDICE GENERALE

***Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario* 1**

1.	<i>Le turbolenze finanziarie e i mercati mobiliari</i>	4
2.	<i>La tutela delle minoranze azionarie e la regolamentazione dei conflitti di interessi</i>	9
3.	<i>Gli intermediari e il risparmio gestito nel nuovo quadro definito dalla MiFID</i>	12
4.	<i>La strategia regolamentare e di vigilanza della Consob</i>	14
5.	<i>Conclusioni</i>	20
	<i>NOTE DEL DISCORSO</i>	24

***Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze* 27**

A. LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO 29

I.	IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE	31
1.	<i>L'evoluzione del quadro normativo</i>	33
1.1.	<i>Lo scenario europeo</i>	33
1.2.	<i>Le misure di attuazione della MiFID</i>	38
1.3.	<i>L'attuazione della legge sul risparmio</i>	43
2.	<i>L'evoluzione del quadro economico e finanziario</i>	46
2.1.	<i>Lo scenario macro-economico e l'impatto della crisi dei subprime</i>	46
2.2.	<i>Le prospettive per i mercati finanziari</i>	48
2.3.	<i>L'integrazione fra la Borsa Italiana e il London Stock Exchange</i>	50
2.4.	<i>Le tendenze nell'allocazione e gestione del risparmio in Italia</i>	54

II.	L'ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA DELLA CONSOB	57
1.	<i>La vigilanza sull'integrità informativa del mercato e sulla trasparenza ed efficienza del mercato del controllo societario</i>	57
2.	<i>Le attività di vigilanza sulla crisi del mercato dei subprime e sul fenomeno degli strumenti derivati</i>	64
2.1.	<i>La vigilanza sul coinvolgimento dei soggetti vigilati nella crisi del mercato dei subprime</i>	64
2.2.	<i>La vigilanza sul collocamento di strumenti finanziari derivati da parte degli intermediari italiani</i>	69
3.	<i>Le nuove aree di vigilanza della Consob</i>	74
3.1.	<i>La vigilanza di trasparenza sui prodotti finanziario-assicurativi</i>	74
3.2.	<i>La vigilanza sul governo societario nel modello dualistico di amministrazione e controllo</i>	76
3.3.	<i>I controlli di qualità sulle società di revisione</i>	80
4.	<i>L'attività sanzionatoria</i>	82
5.	<i>I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso</i>	87
5.1.	<i>Le segnalazioni di ipotesi penalmente rilevanti e la collaborazione informativa</i>	87
5.2.	<i>Il contenzioso</i>	88
III.	LE LINEE DI INDIRIZZO DELL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	91
1.	<i>Gli indirizzi nell'attività regolamentare</i>	91
1.1.	<i>La regolamentazione attuativa delle direttive Opa, Transparency e prospetto</i>	91
1.2.	<i>Gli orientamenti interpretativi</i>	97
2.	<i>Gli indirizzi nell'azione di vigilanza</i>	98
2.1.	<i>I controlli sugli intermediari</i>	98
2.2.	<i>I controlli sui mercati</i>	99
2.3.	<i>I controlli su prodotti e gli strumenti finanziari</i>	101
2.4.	<i>I controlli sull'informativa societaria e la revisione contabile</i>	102
3.	<i>I rapporti con i consumatori</i>	105
3.1.	<i>L'attività di investor education</i>	105
3.2.	<i>Le procedure di arbitrato e di conciliazione</i>	106
4.	<i>Le risorse umane e l'assetto organizzativo</i>	108
	NOTE	111

B. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO 117

I.	LE SOCIETÀ	
1.	<i>La struttura finanziaria e la redditività</i>	119
2.	<i>I flussi finanziari</i>	123
3.	<i>La qualità del credito</i>	124
4.	<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i>	129
5.	<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i>	133
II.	I MERCATI	
1.	<i>La congiuntura economica e i mercati azionari</i>	136
2.	<i>Il mercato degli strumenti finanziari derivati</i>	142
3.	<i>Il mercato dei covered warrants e dei certificates</i>	146
4.	<i>Il mercato obbligazionario</i>	148
5.	<i>Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds</i>	152
III.	GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE	
1.	<i>La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare</i>	156
2.	<i>I principali gruppi bancari</i>	157
3.	<i>Gli investitori istituzionali</i>	164
4.	<i>Le famiglie</i>	173

C. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB 179

I.	LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	
1.	<i>L'informativa societaria</i>	181
2.	<i>L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e finanza straordinaria</i>	186
3.	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	196
4.	<i>L'informativa contabile</i>	196
5.	<i>Le società di revisione</i>	198

II.	LA VIGILANZA SUI MERCATI	
1.	<i>Gli abusi di mercato</i>	202
2.	<i>La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	210
3.	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	212
III.	LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI	
1.	<i>Banche, Sim e agenti di cambio</i>	213
2.	<i>Le società di gestione del risparmio</i>	218
3.	<i>I promotori finanziari</i>	221
IV.	I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI	
1.	<i>L'attività sanzionatoria</i>	222
2.	<i>I provvedimenti in materia di abusi di mercato</i>	223
3.	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	226
4.	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	230
V.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La disciplina degli emittenti</i>	234
2.	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	236
3.	<i>La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile</i>	238
4.	<i>La disciplina dei mercati</i>	240
5.	<i>La disciplina degli intermediari</i>	244
VI.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La cooperazione internazionale</i>	248
2.	<i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i>	249
3.	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	251
4.	<i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i>	254
VII.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
1.	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	257
2.	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	263

VIII. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1.	<i>La gestione finanziaria</i>	265
2.	<i>La gestione delle risorse umane</i>	267
3.	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	270
4.	<i>Lo sviluppo del sistema informativo</i>	272

D.	APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE	275
-----------	---------------------------------------	------------

	<i>Indice delle tavole</i>	277
	<i>Tavole statistiche</i>	279
	<i>Note metodologiche</i>	287

***DISCORSO DEL PRESIDENTE
DELLA CONSOB
AL MERCATO FINANZIARIO***

*Il testo che segue è stato letto il 14 luglio 2008
dal Presidente della Consob presso la Borsa
Italiana.*

Signor Ministro dell'Economia e delle Finanze, Autorità, Signore e Signori,

a nome della Consob e mio personale desidero esprimere il più sentito ringraziamento, oltre che a Lei Signor Ministro, ai rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari e religiose e ai partecipanti tutti che, con la loro presenza, danno prestigio alla nostra Istituzione e testimoniano la loro attenzione alla vita del mercato e ai problemi che – mai come in questo periodo – si presentano e si affrontano in uno scenario ormai globale e dall'evoluzione sempre più veloce e complessa.

La presente occasione di incontro annuale – che da oltre un decennio si affianca al dialogo istituzionale con il Parlamento, con il Governo e in particolare con il Ministro dell'Economia – consente alla Consob di rendere conto e di sottoporre al giudizio di tutti il suo operato nonché di indicare le linee-guida che intende seguire, nel rigoroso rispetto della normativa esistente, fornendo al mercato e ai risparmiatori il proprio contributo di conoscenza.

La Commissione rinnova il suo ringraziamento anche alla città di Milano che ci ospita e al suo Sindaco, alla cui disponibilità è da attribuire l'acquisizione in concessione dell'attuale sede della Consob, nel prestigioso palazzo Carmagnola di Via Broletto, sede per l'ampliamento della quale sono in corso approfondimenti, che si auspica possano avere esito positivo.

Sentimenti di gratitudine sono rivolti infine alla Borsa Italiana per la rinnovata ospitalità con cui signorilmente ci accoglie.

1. Le turbolenze finanziarie e i mercati mobiliari

Da circa un anno i segnali di incertezza e di debolezza dei mercati finanziari internazionali hanno assunto il carattere di una profonda turbolenza.

La crisi, che ha avuto origine nel mercato dei mutui immobiliari negli Stati Uniti, ha avuto ripercussioni significative sull'andamento delle borse, sulla situazione dei principali intermediari, sulle condizioni di stabilità dei sistemi finanziari e sull'andamento dell'economia.

Si è interrotta una tendenza positiva in atto da alcuni anni. Sono emersi segnali di fragilità del sistema finanziario, la cui crescita tumultuosa era dovuta a incentivi non sempre compatibili con principi di corretta gestione e allocazione del rischio.

La pronta reazione della Banca Centrale Europea e della *Federal Reserve* americana, nonché delle Autorità di vigilanza, ha consentito finora di evitare conseguenze drammatiche per i risparmiatori. Lo sforzo di coordinamento degli interventi a livello nazionale e internazionale è stato, per intensità, senza precedenti.

A un anno di distanza dal suo manifestarsi, la crisi non può dirsi superata. Sono emersi problemi che richiedono risposte adeguate e tempestive per fronteggiare le tensioni in atto e per prevenirne di nuove. Gli approcci e, in parte, le regole di vigilanza devono essere rinnovati. È necessario assicurare maggiore complementarità tra finalità di stabilità e finalità di trasparenza e correttezza. L'integrazione, ormai irreversibile, tra i comparti del mercato finanziario richiede forme più incisive di coordinamento e di cooperazione.

Rimane, tuttavia, molta strada da percorrere per assicurare, soprattutto nel mercato europeo, un efficace coordinamento tra Autorità competenti su mercati e intermediari che operano in più Paesi. Nonostante gli accordi sottoscritti per assicurare la collaborazione nelle prime fasi di difficoltà nel mercato, le situazioni di crisi sembrano tuttora gestite prevalentemente secondo un'ottica nazionale.

In Italia, le conseguenze immediate della turbolenza dei mercati internazionali sono state più contenute che in altri Paesi.

La Consob è intervenuta al manifestarsi dei primi sintomi della crisi di liquidità che ha colpito progressivamente diversi segmenti del mercato, al fine di valutare il grado di coinvolgimento degli operatori e dei risparmiatori italiani.

Dalle informazioni raccolte nell'estate del 2007 risultava che l'esposizione delle società quotate operanti nei settori bancario e assicurativo verso strumenti finanziari riconducibili ai mutui *subprime* era limitata.

La Consob ha richiesto alle singole società di comunicare al mercato i prevedibili effetti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, in occasione della prima

pubblicazione dei risultati contabili di periodo, e comunque senza indugio, laddove l'impatto fosse di importo significativo.

Anche dalle indagini avviate relativamente ai portafogli amministrati o gestiti per conto della clientela era emerso che l'esposizione delle famiglie italiane a rischi legati a mutui *subprime* non era particolarmente critica. In effetti, a differenza di quanto avvenuto in altri paesi, in Italia non si sono verificati casi di fondi comuni aperti costretti a sospendere temporaneamente i riscatti per l'impossibilità di stabilire il valore delle quote.

Di valutazione più complessa sono le conseguenze indirette e di più lungo periodo delle turbolenze finanziarie.

La crisi di liquidità che si è determinata ha effetti negativi sul mercato del credito e sulla raccolta di risorse finanziarie da parte delle imprese. I risultati economici degli emittenti, soprattutto bancari e assicurativi, restano esposti ai rischi derivanti da possibili deterioramenti del ciclo economico e da ulteriori riduzioni dei valori mobiliari.

In questa situazione di difficoltà sistemica, le Autorità hanno compiuto uno sforzo notevole e hanno concordato una linea di condotta comune per trovare, a tutela degli investitori, un adeguato equilibrio fra l'interesse a ricevere informazioni tempestive e l'esigenza di salvaguardare l'integrità del meccanismo di formazione dei prezzi.

Quando singoli intermediari fronteggiano situazioni di difficoltà è particolarmente delicata la gestione dell'informazione continua al mercato. La diffusione di informazioni parziali, specie se *prima facie* di valenza negativa, può acuire le tensioni.

La necessità di bilanciare esigenze contrapposte si pone anche in occasione di operazioni di ricapitalizzazione finalizzate a riequilibrare la struttura finanziaria di banche particolarmente esposte. Nei Paesi europei, il diritto di tutti gli azionisti a partecipare agli aumenti di capitale per evitare diluizioni della quota azionaria può rendere più difficile e costosa la raccolta di risorse finanziarie rispetto a quanto avviene negli Stati Uniti, dove l'operazione può essere conclusa con un insieme ristretto di sottoscrittori e solo successivamente comunicata al mercato.

La crisi dei mutui *subprime* ha rivelato problemi strutturali del mercato delle cartolarizzazioni riguardanti in particolare la valutazione degli strumenti finanziari e la trasparenza delle operazioni.

È stata messa in discussione, a ragion veduta, la capacità delle agenzie di *rating* di rivedere tempestivamente i propri giudizi e, in alcuni casi, la stessa validità dei modelli di assegnazione del *rating*, nel cui ambito la presenza di conflitti d'interessi può avere effetti distorsivi.

Le iniziative dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), del *Committee of European Securities Regulators* (CESR) e quelle annunciate

recentemente dalla Commissione Europea rappresentano il tentativo di dare una risposta a questo fallimento del mercato. Si prospettano regole nuove e forme di sorveglianza sulla *governance* interna e sulla gestione dei conflitti di interessi. Data la natura particolare dell'attività delle agenzie di *rating* e la loro vocazione a operare su scala globale, è necessario e urgente che si raggiunga ampia convergenza internazionale sulle iniziative di regolamentazione e che si trovi la giusta misura nel definirne l'intensità, evitando costi eccessivi.

In Italia, in occasione del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato⁽¹⁾, era stata introdotta una norma sui conflitti di interessi delle agenzie di *rating* che attribuiva alla Consob competenze regolamentari e di vigilanza. Tale norma è stata abrogata prima della sua entrata in vigore⁽²⁾. Si è forse persa un'occasione per avviare un'attività che, anche attraverso un dialogo con le agenzie di *rating* operanti in Italia, avrebbe potuto contribuire a una maggiore trasparenza e correttezza dei comportamenti.

L'opportunità di rendere più trasparenti i mercati non regolamentati, che ormai sembra riconosciuta anche a livello internazionale, rappresenta un'altra questione aperta.

Maggiori informazioni pubbliche sugli scambi realizzati tra controparti istituzionali potrebbero infatti favorire una gestione dei rischi più consapevole da parte di tutti gli investitori. La disponibilità di dati sul mercato ridurrebbe la dipendenza degli investitori dal monopolio informativo delle agenzie di *rating* e agevolerebbe la corretta valorizzazione in bilancio dei prodotti più complessi.

In generale, come era emerso anche durante le vicende legate alle scalate bancarie, va governata la potenziale tensione fra finalità di trasparenza del mercato e obiettivi di stabilità degli intermediari e del sistema.

La corretta gestione dei rischi da parte delle istituzioni finanziarie non è rilevante solo per la sana e prudente gestione. La crisi in atto ha confermato che, in situazioni di forte tensione sui mercati, stabilità e trasparenza sono fortemente interconnesse.

Il modello di ripartizione delle competenze tra le Autorità sulla base della finalità della vigilanza consente di perseguire in maniera trasparente i diversi interessi pubblici. Sono sollecitate forme di dialogo e di cooperazione più intense fra le Autorità, come si è verificato nella recente crisi. Ne deriva un rafforzamento dei meccanismi di responsabilizzazione delle Autorità stesse nei confronti del mercato e delle istituzioni. Si evita il pericolo di determinare gerarchie tra obiettivi cui l'ordinamento riconosce, non certo a caso, pari dignità per la tutela del risparmio.

I tempi sono maturi per una revisione del sistema e dell'architettura delle Autorità di vigilanza, anche al fine di porre termine alle situazioni di incertezza e ai rischi di duplicazioni di interventi a cui finora si è fatto fronte con reciproca collaborazione e responsabile unità di intenti.

Nella collaborazione tra le Autorità nazionali che vigilano sui mercati finanziari si è ormai aperta una nuova stagione, anche grazie all'esperienza maturata e a strumenti normativi più incisivi.

Il 31 ottobre 2007, Consob e Banca d'Italia hanno esercitato la potestà regolamentare congiunta in materia di assetti organizzativi e procedurali degli intermediari e hanno stipulato un protocollo d'intesa per il coordinamento delle funzioni di vigilanza.

Una comunicazione congiunta e un protocollo d'intesa sono in fase di adozione da parte di Consob e Isvap, per coordinare la disciplina e la vigilanza in tema di trasparenza dei contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario.

È in corso di sottoscrizione un accordo tra Autorità per l'Energia Elettrica ed il Gas e Consob in materia di regolamentazione e vigilanza sui mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica.

Nel marzo 2008, Ministero dell'Economia, Banca d'Italia, Consob e Isvap hanno costituito il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria con l'obiettivo di prevenire e gestire le crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistemica.

Le incertezze legate alle turbolenze dei mercati finanziari si sono riflesse sull'andamento dei prezzi azionari. I principali indici internazionali, che avevano chiuso il 2007 con un saldo positivo, sebbene notevolmente inferiore a quello degli anni precedenti, mostrano un andamento fortemente negativo nel primo semestre del 2008⁽³⁾.

Il mercato italiano già nel 2007 aveva registrato un consistente calo delle quotazioni, proseguito, in linea con la tendenza europea, nel primo semestre del 2008⁽⁴⁾. Ne stanno derivando conseguenze negative sulla capacità di attrazione di nuovi emittenti. Il numero di ammissioni a quotazione a seguito di offerte pubbliche iniziali nel primo semestre 2008 è più che dimezzato rispetto allo stesso periodo dei due anni precedenti⁽⁵⁾.

Le prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana sono legate all'evoluzione dell'integrazione fra Borsa Italiana e *London Stock Exchange*, perfezionata nell'ottobre 2007 con l'acquisizione da parte della *holding* inglese, quotata sul mercato di Londra, della proprietà di Borsa Italiana S.p.A. L'operazione si inserisce in un contesto di accresciuta concorrenza tra mercati, anche non regolamentati, nel quale esigenze di diversificazione dei servizi offerti e di aumento dei volumi di attività inducono le società di gestione alla ricerca attiva di alleanze e aggregazioni.

Per favorire la consultazione preventiva e la concertazione nel caso di decisioni rilevanti che riguardino i due mercati, la Consob e la *Financial Services Authority* (FSA) hanno sottoscritto il 13 dicembre 2007 un Memorandum d'intesa.

È in corso una revisione della struttura organizzativa del gruppo cui fa capo il mercato italiano, con l'obiettivo di rendere uniformi ed efficienti i processi decisionali e gestionali. L'evoluzione fa temere la possibilità di un progressivo spostamento dell'asse decisionale sulla piazza londinese.

Le banche italiane già azioniste di Borsa Italiana avevano acquisito inizialmente una partecipazione complessiva pari al 28% del capitale della *holding*. Oggi, tale partecipazione è scesa a circa il 19%. In futuro, la presenza di soggetti italiani potrebbe ulteriormente ridursi.

A un anno dall'integrazione, appare prevalere un senso di incertezza e apprensione in merito ai vantaggi concreti per la piazza finanziaria italiana. È compito e dovere della Consob accertare che i cambiamenti non abbiano ricadute negative sulla qualità e sulla competitività del nostro mercato.

Occorre assicurare che la definizione degli obiettivi strategici e della struttura organizzativa della società di gestione del mercato italiano siano compatibili con il necessario e corretto svolgimento delle funzioni istituzionali che le sono assegnate nel nostro ordinamento. In questo scenario, si potrebbe anche riconsiderare la ripartizione delle competenze tra Autorità di vigilanza e società di gestione, che vede oggi la Consob intervenire nell'approvazione del prospetto ma non, come avviene ad esempio nel Regno Unito, nella decisione di ammissione a quotazione.

La prevista adozione dell'infrastruttura di negoziazione inglese quale piattaforma comune ai due mercati comporta cambiamenti rilevanti nella microstruttura del mercato. È importante garantire un graduale adattamento degli operatori, minimizzando il rischio che nella transizione si verifichino eventi in grado di compromettere l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Secondo l'impegno assunto dalla *holding* inglese nel documento di offerta, l'integrazione non dovrebbe comportare, a pari qualità dei servizi offerti, un aumento delle tariffe. La Consob considera il mantenimento di questo impegno un elemento importante, funzionale ad assicurare la competitività dell'industria finanziaria italiana, che costituisce uno degli obiettivi della vigilanza sui mercati.

L'integrazione tra i due mercati avrà riflessi anche sulle scelte di quotazione delle società italiane. Affinché questi siano positivi, occorre che il processo di integrazione tenga conto, nel definire regole e procedure, delle peculiarità del sistema italiano.

Per incentivare la quotazione può essere importante l'ampliamento degli strumenti che favoriscono l'apertura delle società italiane al mercato del capitale di rischio. Con questo obiettivo è nato un anno fa il Mercato Alternativo del Capitale⁽⁶⁾. Nella stessa direzione si profila l'iniziativa annunciata da Borsa Italiana di realizzare un sistema multilaterale di negoziazione sul modello dell'*Alternative Investment Market* (AIM)

inglese⁽⁷⁾, che ha dimostrato una notevole capacità di attrarre le imprese di piccole dimensioni. Un contributo può venire anche da un maggior ricorso alla libertà statutaria per articolare gli strumenti di partecipazione al capitale, sfruttando i margini offerti dal quadro normativo, che potrebbero essere ulteriormente estesi dal Legislatore almeno per le società in via di quotazione.

2. La tutela delle minoranze azionarie e la regolamentazione dei conflitti di interessi

Il sistema normativo italiano prevede nuovi strumenti di partecipazione delle minoranze azionarie al governo societario.

È stato introdotto l'obbligo del voto di lista anche per l'elezione degli organi di amministrazione ed è stato stabilito che il presidente dell'organo di controllo sia nominato tra i sindaci eletti dalle minoranze.

Si tratta di regole innovative, anche nel confronto internazionale. La Consob è chiamata a svolgere un ruolo importante nel definire disposizioni attuative e nel vigilare sul loro rispetto sostanziale, con l'obiettivo di favorire assetti più aperti alla dialettica tra azionisti.

La rappresentanza degli azionisti di minoranza assume un significato particolare per le società quotate italiane, considerate le caratteristiche strutturali ed evolutive dei loro assetti proprietari.

Se da un lato permane il ruolo determinante degli azionisti di controllo e delle coalizioni di azionisti rilevanti⁽⁸⁾, dall'altro sta crescendo la presenza di investitori istituzionali, soprattutto internazionali, interessati a svolgere funzioni di stimolo e monitoraggio⁽⁹⁾.

La stagione assembleare appena conclusa ha rappresentato un primo test per il nuovo sistema di elezione degli organi di amministrazione e controllo.

Emergono segnali positivi rispetto alle scelte di fondo del Legislatore e alle norme attuative della Consob, in particolare sulle soglie di presentazione delle liste e sulle disposizioni di trasparenza volte ad assicurare l'effettiva indipendenza delle liste di minoranza.

Gli investitori istituzionali, soprattutto internazionali, hanno visto nella partecipazione alla nomina degli organi sociali uno strumento efficace per realizzare forme di attivismo societario trasparenti e non necessariamente conflittuali nei confronti degli assetti di controllo esistenti. In altri Paesi europei, gli investitori istituzionali più aggressivi e i fondi sovrani incontrano posizioni di maggior chiusura rispetto alla loro partecipazione al governo societario.

Talune recenti assemblee di società quotate hanno però evidenziato difficoltà nell'assicurare piena trasparenza sui collegamenti tra liste presentate come provenienti dalle minoranze e azionisti di controllo. Sono stati necessari interventi della Consob per integrare le informazioni fornite e per responsabilizzare gli organi sociali a un'applicazione della disciplina coerente con la finalità di tutela delle minoranze. Alla luce di questa esperienza, che mostra il permanere di una certa resistenza al cambiamento, la Consob ha sottoposto alla consultazione del mercato una comunicazione volta a orientare i comportamenti verso una maggiore aderenza allo spirito della legge.

Sulla stessa linea si pone la proposta di regolamentazione delle operazioni con parti correlate che la Consob ha sottoposto a pubblica consultazione nello scorso aprile.

La proposta delinea una riforma ad ampio spettro. Vengono ipotizzate norme procedurali e norme di trasparenza, tra le quali l'immediata comunicazione al pubblico di informazioni sulle operazioni più significative.

È intendimento della Consob che dalla nuova disciplina esca rafforzata la funzione degli amministratori indipendenti, cui risulterebbero affidati compiti determinanti nell'intero processo che porta alla realizzazione di operazioni rilevanti con parti correlate.

Il ruolo degli amministratori indipendenti per la tutela della generalità degli azionisti rappresenta una sfida aperta in tutti gli ordinamenti. Valorizzare la loro funzione nelle operazioni in conflitto di interessi è obiettivo in linea con l'evoluzione dei principi internazionali di *corporate governance*. Convergono in questa direzione le esperienze di altri Paesi, come gli Stati Uniti, la Raccomandazione europea⁽¹⁰⁾ del 2005 sul ruolo degli amministratori non esecutivi, le scelte del Legislatore italiano e lo stesso codice di autodisciplina delle società quotate, cui non sempre è stata data un'applicazione sostanziale.

È opinione della Consob che il tempestivo coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate di maggior rilievo non comporti l'assunzione di un ruolo esecutivo tale da comprometterne l'indipendenza; al contrario, esso consente di ridurre le asimmetrie informative strutturalmente presenti negli organi di amministrazione e particolarmente estese nelle operazioni con parti correlate, favorendo scelte consapevoli e orientate all'esclusivo perseguimento dell'interesse sociale.

È evidente che per svolgere tali funzioni sono necessarie specifiche competenze e professionalità; requisiti che gli amministratori indipendenti devono possedere per assicurare l'autonomia di giudizio che deve effettivamente qualificare il loro ruolo.

La disciplina proposta tiene anche conto delle diverse caratteristiche strutturali di determinate categorie di società quotate.

Sono state individuate procedure più snelle per le società di piccole dimensioni, per le società neo-quotate e per le società con azioni diffuse. È stata prevista una soglia di significatività più bassa per identificare le operazioni rilevanti nelle società dove maggiori sono i rischi di estrazione di benefici privati, a causa di una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più elevata⁽¹¹⁾.

Si tratta di un disegno complesso che postula un ampio e franco confronto con tutte le componenti del mercato. La Commissione adotterà le decisioni di competenza solo dopo l'esame completo e approfondito di tutte le osservazioni, i rilievi e i contributi forniti, con particolare attenzione all'equilibrio tra costi e benefici e ai tempi necessari per l'adeguamento dell'organizzazione e della composizione degli organi di amministrazione e controllo.

Nell'attuale fase di mercato, gli andamenti negativi possono indurre gli azionisti di controllo a lanciare offerte volte a cancellare i titoli dalla quotazione. Diventa urgente garantire agli azionisti di minoranza la possibilità di effettuare scelte consapevoli in merito all'adesione all'offerta.

La Consob ha in fase di avanzata elaborazione, nell'ambito delle norme attuative della direttiva sulle OPA, misure a tutela degli azionisti di minoranza in tali operazioni.

La previsione di una riapertura dei termini dell'offerta, ad esempio, potrebbe attenuare la pressione a vendere che gli azionisti di minoranza subiscono quando si prefigura il venir meno della quotazione del titolo o la riduzione della sua liquidità. L'informazione sul grado di adesione nella prima fase dell'offerta può essere un elemento determinante per una decisione più consapevole.

Gli amministratori indipendenti potrebbero essere maggiormente responsabilizzati nell'elaborazione delle valutazioni del consiglio di amministrazione della società-bersaglio sul merito dell'offerta. Il comunicato della società al mercato dovrebbe riportare separatamente i loro giudizi.

Va in questa direzione anche la scelta, compiuta dal Legislatore in sede di recepimento della direttiva sulle OPA, di non applicare alle offerte promosse dall'azionista di controllo il divieto di adottare misure che ostacolino il successo dell'offerta. In questi casi, come dimostra l'esperienza di altri paesi, i doveri fiduciari degli amministratori potrebbero giustificare l'adozione di misure difensive qualora l'offerta non fosse ritenuta nell'interesse di tutti gli azionisti.

Sui sistemi di governo societario incide anche la disciplina dei limiti al cumulo degli incarichi dei componenti gli organi di controllo introdotta dalla riforma del risparmio.

Nell'attuazione della delega regolamentare, la Commissione – considerati gli impatti sull'organizzazione societaria e sulle attività di alcune categorie professionali – ha tenuto in particolare considerazione le osservazioni del mercato, comunque rappresentate, sia in sede di consultazione sia in fase di avvio.

È stata accolta la richiesta di modificare il sistema di calcolo dei pesi da attribuire agli incarichi svolti nelle società dello stesso gruppo, assimilando gli incarichi di amministrazione a quelli di controllo. L'entrata in vigore della disciplina è stata prorogata per favorire il graduale adattamento del mercato.

Eventuali ulteriori perfezionamenti, che potranno essere valutati solo dopo un congruo periodo di tempo e un accurato esame della prassi operativa, non potranno affievolire l'efficace applicazione della volontà del Legislatore né penalizzare chi, nel rispetto delle previsioni regolamentari, si sia già adeguato ai limiti attualmente previsti.

3. Gli intermediari e il risparmio gestito nel nuovo quadro definito dalla MiFID

Il quadro normativo in cui operano oggi gli intermediari è il frutto di un impegnativo percorso di modernizzazione che sta richiedendo notevoli sforzi e investimenti di risorse.

La legge sul risparmio, anticipando orientamenti allo studio anche in ambito comunitario, ha esteso la disciplina dei servizi di investimento alla distribuzione dei prodotti bancari e assicurativi a contenuto finanziario. Le regole di comportamento introdotte con l'attuazione della direttiva MiFID hanno guidato l'aggiornamento e la riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio.

Lo scenario competitivo ha raggiunto un adeguato grado di uniformità e coerenza sul piano delle regole. Ulteriori iniziative sono opportune per garantire una condizione di uguaglianza sostanziale di comportamento nella distribuzione delle diverse tipologie di prodotti.

Per dare maggiore certezza agli intermediari, la Consob ha elaborato orientamenti interpretativi e si è resa disponibile a riconoscere linee-guida elaborate dalle Associazioni di categoria. Si tratta di una nuova modalità di relazione con gli operatori volta a garantire flessibilità applicativa.

In tale quadro si inserisce il documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, che richiama gli intermediari a una particolare diligenza nel proporre investimenti in prodotti per i quali non sono disponibili mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e di trasparenza. In tali casi divengono ancor più importanti le valutazioni di appropriatezza e adeguatezza e la completa informazione al cliente.

Anche il collocamento presso il pubblico di prodotti emessi dalle banche, quali obbligazioni subordinate e prodotti ibridi, idonei tra l'altro al rafforzamento del patrimonio

di vigilanza, acuisce l'esigenza di tutelare l'interesse del cliente. Nel recente passato questi prodotti erano esclusivamente destinati alla clientela istituzionale.

I nuovi modelli di rapporto con la clientela, indotti dal recepimento della MiFID, dovrebbero attenuare il fenomeno, particolarmente rilevante nel mercato italiano, del deflusso di risorse dal risparmio gestito a favore di prodotti complessi.

L'analisi comparata delle principali economie europee mostra che in Italia il settore del risparmio gestito ha ancora un significativo potenziale per soddisfare la domanda dei risparmiatori, soprattutto in una prospettiva di incentivazione di forme di investimento di medio-lungo periodo anche con finalità previdenziali.

La concentrazione degli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio in capo a gruppi bancari rimane tuttora un elemento di debolezza strutturale, sebbene siano in corso le prime operazioni di de-consolidamento. Il collocamento dei fondi comuni aperti italiani è effettuato per circa il 90% da reti bancarie appartenenti al gruppo.

Le strategie di gruppo hanno in molti casi privilegiato la distribuzione di prodotti diversi dai fondi, come obbligazioni bancarie e prodotti assicurativi. La politica di remunerazione delle reti di vendita ha spesso generato forti incentivi alla distribuzione di prodotti strutturati. Si sottraggono a questa logica le reti distributive indipendenti.

Nel collocamento delle quote di fondi, gli accordi di retrocessione delle commissioni hanno drenato a favore delle reti di vendita la maggior parte delle commissioni pagate dai clienti, limitando l'afflusso di risorse alle società di gestione. La carenza di mezzi finanziari, unita alla scarsa autonomia rispetto alle strategie del gruppo di appartenenza, ha limitato lo sviluppo qualitativo delle strutture di gestione.

Il ricorso a canali distributivi di gruppo non sembra destinato a mutare nell'immediato. La Consob ha avviato un'iniziativa per introdurre, attraverso la dematerializzazione, condizioni di piena e pronta trasferibilità delle quote di fondi. Tale iniziativa dovrebbe favorire l'operatività su piattaforme telematiche di canali alternativi di distribuzione, in un'ottica di "architettura aperta". La maggiore concorrenza nella distribuzione dovrebbe aumentare la qualità dei servizi offerti agli investitori, contribuendo a una migliore selezione degli operatori. Verranno in maggiore evidenza le differenze tra gestioni attive, a più alto valore aggiunto, e gestioni che replicano la composizione di portafogli-obiettivo.

È necessario che l'industria italiana del risparmio gestito investa in tecnologia, ma soprattutto in risorse umane dotate di competenza e professionalità.

Lo sviluppo del settore è un obiettivo dell'intero sistema economico italiano cui sono chiamati a contribuire anche i regolatori, definendo un contesto normativo e di vigilanza proporzionato e attento ai costi.

Non può escludersi che l'evoluzione delle caratteristiche del settore del risparmio gestito induca in futuro a una riflessione, da parte delle Autorità e del Legislatore, volta alla semplificazione dell'assetto normativo, anche in vista delle iniziative annunciate a livello europeo.

4. La strategia regolamentare e di vigilanza della Consob

Il 2007 è stato l'anno del consolidamento della disciplina europea dei mercati finanziari.

L'Italia ha sostanzialmente completato l'adeguamento al nuovo quadro normativo con il recepimento delle direttive sui mercati di strumenti finanziari, sulle OPA, sugli obblighi informativi degli emittenti e sul prospetto⁽¹²⁾. Si auspica che quanto prima possa essere recepita la direttiva sulla revisione contabile⁽¹³⁾.

Nuovi interventi regolamentari a livello europeo si profilano nel settore delle agenzie di *rating* e dei fondi comuni di investimento. È stata avviata una riflessione sul tema della trasparenza dei mercati non azionari, sulla quale, fino ad oggi, non erano stati ritenuti necessari interventi normativi.

In sede extraeuropea la IOSCO, con l'approvazione del rapporto della *Task Force* sulla crisi dei *subprime*, ha definito un piano di lavoro per valutare possibili interventi in materia di trasparenza degli emittenti, di gestione dei rischi da parte degli intermediari e di valutazione dei prodotti di finanza strutturata. Eventuali principi elaborati dalla IOSCO entreranno a far parte degli *standard* adottati dalle istituzioni finanziarie internazionali (Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale) nelle valutazioni periodiche dell'adeguatezza dei sistemi finanziari dei Paesi membri.

La Consob partecipa attivamente alle attività degli organismi di coordinamento delle Autorità di vigilanza, assumendo funzioni di responsabilità: recentemente è stata rieletta nel Comitato Esecutivo della IOSCO, dove siede ininterrottamente dal 1986; un dipendente della Consob ricopre per la prima volta, dal 1° gennaio di quest'anno, la carica di segretario generale del CESR.

L'armonizzazione internazionale ed europea dei sistemi legislativi non annulla di per sé gli spazi per la competizione fra ordinamenti e Autorità di vigilanza nazionali, né assicura la piena eliminazione di opportunità di arbitraggi regolamentari per imprese ed emittenti.

All'armonizzazione normativa non ha ancora fatto seguito una piena armonizzazione della vigilanza e dei regimi sanzionatori⁽¹⁴⁾.

La Consob, così come il Governo italiano nelle sedi istituzionali deputate, si è fatta portatrice di istanze di crescita del ruolo istituzionale dei Comitati europei di coordinamento tra le Autorità del mercato finanziario⁽¹⁵⁾. Le proposte di introdurre il

principio del voto a maggioranza qualificata e di attribuire natura vincolante agli *standard* emanati incontrano tuttavia l'orientamento non favorevole di alcuni Paesi.

Andrà affrontato anche il problema di assicurare una migliore allocazione delle funzioni tra i diversi organismi comunitari, che tenga conto della crescente integrazione tra i vari comparti dei mercati finanziari e dell'esigenza di rafforzare il ruolo delle Autorità di vigilanza anche nella definizione del quadro normativo.

In un contesto europeo caratterizzato dal persistere di disomogeneità, l'approccio della Consob all'attività regolamentare e di *enforcement* tiene conto dell'opportunità di non incidere negativamente sulla posizione competitiva del sistema finanziario italiano, assicurando al contempo una adeguata protezione degli investitori.

Si pone l'esigenza di razionalizzare il quadro normativo nazionale, profondamente ridisegnato a seguito del recepimento delle direttive e dell'attuazione della riforma del risparmio.

L'onere complessivo della regolamentazione, sotto il profilo dei costi e delle possibili incoerenze sistematiche, deve risultare proporzionato ai benefici attesi e alle esigenze di sviluppo dei mercati. Appare necessario adottare con rigore, in tutte le sedi di produzione di norme, i principi della *better regulation*, sottoponendo le ipotesi di nuove regolamentazioni e il quadro complessivo delle regole esistenti a valutazioni d'impatto.

Dal canto suo, la Consob intende procedere a un'operazione di sistematizzazione e semplificazione dei propri regolamenti secondo le seguenti linee-guida:

- riduzione degli oneri complessivi di adempimento per i soggetti vigilati, con specifica attenzione alle aree già ampiamente armonizzate a livello europeo;
- differenziazione delle regole in funzione di parametri dimensionali e di rischio dei soggetti vigilati;
- riduzione del livello di dettaglio delle prescrizioni e sviluppo di linee-guida operative attraverso il confronto con gli operatori;
- attenzione ai potenziali effetti della regolamentazione sul grado di concorrenza e sulla competitività generale della piazza finanziaria italiana.

Nella definizione dei modelli di vigilanza, la Consob è impegnata in un'evoluzione che privilegi l'analisi dei fattori di rischio sistemici e specifici, sulla cui base definire una scala di priorità.

Recenti innovazioni normative prevedono il potenziamento di attività di controllo sistematico su determinate aree, quali l'informazione societaria e l'attività delle società di revisione. Anche l'emergere di fenomeni generali, potenzialmente critici per la tutela degli investitori, quale la diffusione di strumenti finanziari complessi, richiede un monitoraggio continuo e ad ampio spettro.

L'obiettivo è giungere alla formulazione di un piano strategico che individui, anche attraverso il confronto con operatori e investitori, gli strumenti di natura regolamentare, di vigilanza e organizzativi per fronteggiare i rischi di mercato e regolamentari.

Alla maggiore attenzione per l'analisi preventiva dei fattori di rischio si accompagna l'impegno nella vigilanza quotidiana sul mercato, complesso e articolato anche nell'ultimo anno.

La Consob ha affrontato nuove aree di vigilanza, tra le quali si segnalano per importanza la trasparenza dell'offerta dei prodotti finanziario-assicurativi (che ha riguardato quasi 1.200 prospetti negli ultimi 12 mesi), il governo societario nel modello dualistico e i controlli di qualità sulle società di revisione.

Un'area di particolare delicatezza riguarda la vigilanza sulla trasparenza informativa e sull'integrità dei mercati in presenza di vicende societarie complesse e caratterizzate da elementi di incertezza.

L'azione di vigilanza è stata volta a prevenire quanto più possibile, e comunque a rimuovere con tempestività, eventuali asimmetrie informative, attraverso una costante azione di verifica delle potenziali anomalie e l'immediata adozione di iniziative atte a ripristinare la regolarità del mercato.

Vicende di particolare rilevanza hanno riguardato alcuni dei principali gruppi italiani, quali Enel e Telecom, interessati, il primo da operazioni di acquisizione a livello internazionale, il secondo da progetti di riorganizzazione industriale e da cambiamenti negli assetti di controllo. In entrambi i casi la Consob ha effettuato diverse richieste di integrazione delle informazioni diffuse al pubblico, anche in stretto collegamento con altre Autorità europee.

Profili significativi per l'informazione al mercato e per la tutela degli azionisti di minoranza si sono presentati in alcune operazioni di offerta pubblica d'acquisto volontaria su titoli quotati da parte del soggetto controllante.

In questi casi, la Commissione ha richiesto alla società quotata oggetto dell'offerta di fornire maggiori dettagli sul ruolo svolto dagli amministratori indipendenti nella valutazione dell'operazione, sul rispetto delle norme di *corporate governance* e sull'intervento di esperti indipendenti.

Aspetti in parte simili sono emersi anche nel caso di offerte pubbliche di acquisto promosse su quote di fondi comuni di investimento di tipo chiuso. La Consob ha seguito con particolare attenzione queste offerte, al fine di individuare eventuali violazioni delle regole di trasparenza e correttezza dell'informativa fornita al mercato e delle regole di diligente e corretto comportamento da parte dei soggetti gestori.

Una vicenda di ben noto rilievo, che si è protratta per tutto il 2007 e che non ha ancora trovato esito, riguarda la privatizzazione di Alitalia. La complessa situazione societaria, le peculiarità delle procedure di dismissione della partecipazione pubblica e il ruolo svolto dalla compagnia nell'assicurare il servizio pubblico di trasporto aereo nei collegamenti nazionali hanno determinato condizioni particolarissime che hanno portato il Governo ad adottare provvedimenti straordinari e certamente unici rispetto alla situazione di una società quotata in un mercato regolamentato.

La società, fin dal luglio 2004, è stata assoggettata a obblighi d'informazione mensile del mercato sulla propria situazione finanziaria, essendosi verificate condizioni di rischio per la continuità aziendale.

Nel corso dell'intera procedura di dismissione, la Consob è intervenuta con continuità, anche nei confronti dell'azionista di controllo, per assicurare la diffusione di informazioni utili per il mercato, procedendo a convocare gli esponenti aziendali e a richiedere comunicati e integrazioni sulle informazioni diffuse. È stato inoltre richiesto, in via generale, agli organi di Governo di rendere noti, e aggiornare tempestivamente, tempi e modalità della procedura, sottolineando ripetutamente l'opportunità che venissero diffuse al pubblico le sole posizioni ufficiali.

La complessità della vicenda, nella quale si sono presentate numerose fasi di notevole incertezza informativa, ha richiesto alla Consob una costante attività di vigilanza sull'integrità e sul regolare funzionamento del mercato. Le attività di accertamento sono tuttora in corso.

Da ultimo, nell'attuale fase successiva al decreto-legge⁽¹⁶⁾ che ha disposto tra l'altro la misura eccezionale della sospensione dagli obblighi informativi in merito alle attività finalizzate alla preparazione dell'offerta per l'acquisizione del controllo di Alitalia, la Consob ha condiviso la decisione della Borsa Italiana di sospendere le quotazioni del titolo. Infatti, non potendo garantire al mercato la piena conoscenza dell'evolversi degli eventi societari, si è valutato che non sussistessero le condizioni per la regolarità delle negoziazioni. Il venire meno degli obblighi informativi, comunque, non determina il venire meno dei divieti, previsti dal Testo Unico della Finanza (TUF), in materia di *insider trading* e manipolazione; divieti sul cui rispetto la Consob continua a svolgere attività di vigilanza.

Una vicenda di particolare gravità è emersa verso la fine del primo semestre del 2007, quando, anche a seguito di specifiche richieste della Consob, Banca Italease ha comunicato al mercato l'esistenza di rilevanti rischi di controparte riferibili a contratti su strumenti derivati non quotati stipulati con la clientela. La Consob ha svolto accertamenti, anche tramite audizioni, nei confronti degli amministratori e del collegio sindacale della banca, nonché della società di revisione, e ha effettuato segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in merito a fatti ritenuti di possibile rilevanza penale. Il comportamento della

banca nella prestazione di servizi di investimento è stato ed è oggetto di iniziative di vigilanza.

I numerosi interventi legislativi degli ultimi anni hanno profondamente mutato il sistema sanzionatorio sia sotto il profilo del diritto sostanziale sia sotto il profilo procedurale, aumentandone la capacità dissuasiva.

Per la repressione degli abusi di mercato, in particolare, è stato definito un sistema composito: a sanzioni amministrative pecuniarie di importo anche rilevante si accompagnano sanzioni accessorie interdittive e patrimoniali, oltre a sanzioni pecuniarie per responsabilità propria dell'ente a cui appartiene l'autore della violazione.

Per quanto riguarda il profilo procedurale, l'aspetto di maggior rilievo ha riguardato l'attribuzione diretta alla Consob del potere di applicare sanzioni, a conclusione di un iter procedimentale, improntato alla salvaguardia del principio di separatezza tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie.

Nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2007 e il 30 giugno 2008, la Commissione ha concluso 283 procedimenti sanzionatori. L'ammontare delle sanzioni pecuniarie applicate è stato di 46 milioni di euro; inoltre, sono stati sequestrati e successivamente confiscati beni per un controvalore complessivo di 42 milioni di euro, a seguito di accertate fattispecie di *insider trading*. Nei confronti di 16 persone fisiche, responsabili di abusi di mercato, sono state applicate sanzioni interdittive accessorie per complessivi 129 mesi.

All'esito di una lunga attività di indagine, anche ispettiva, sulla distribuzione di prodotti derivati non quotati, sono stati adottati provvedimenti sanzionatori nei confronti di intermediari bancari. Sono state rilevate carenze procedurali nei criteri di selezione della clientela e delle operazioni proposte, nei processi di determinazione del prezzo e di strutturazione di nuovi prodotti derivati.

Alla luce dell'esperienza maturata, potrebbe essere opportuna una riconsiderazione d'ordine sistematico del vigente regime sanzionatorio amministrativo, al fine di verificarne la complessiva coerenza, funzionalità e adeguatezza.

La riduzione degli importi delle sanzioni minime per alcune tipologie di violazioni e l'introduzione di forme alternative alla sanzione pecuniaria, quali i richiami scritti, potrebbero consentire sanzioni più proporzionate alla gravità oggettiva e soggettiva delle singole violazioni.

Problemi applicativi sono posti anche dalla norma che stabilisce che la sanzione accessoria obbligatoria della confisca ha per oggetto il prodotto o il profitto dell'illecito e i beni utilizzati per commetterlo, individuati anche per equivalente⁽¹⁷⁾. Tale formulazione reca in sé una sorta di automatismo che, in sede di quantificazione dei beni oggetto di confisca, può tradursi nell'adozione di un provvedimento ablatorio di entità sproporzionata

rispetto alla gravità dei fatti rilevati e alla sanzione pecuniaria applicata. È auspicabile una revisione di tale disposizione.

Lo svolgimento dell'attività di vigilanza della Consob comporta frequenti e intensi rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, con la quale si condividono impegno e spazi sempre più ampi di informazione.

L'evoluzione legislativa ha rafforzato l'intensità ed esteso l'ambito di applicazione della collaborazione tra Consob e Autorità Giudiziaria, in particolare nella vigilanza sugli abusi di mercato. Significativamente ampliati sono i poteri attivabili dalla Commissione nel corso delle indagini preliminari.

Il ruolo dell'Autorità amministrativa si è affiancato a quello dell'Autorità Giudiziaria, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa, ora autonomamente sanzionabili dalla Consob. Nell'ambito di tale attività di collaborazione sono state svolte indagini, relative a diversi casi, che hanno impegnato gli uffici della Commissione in un'intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

Negli ultimi 18 mesi, la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria oltre 130 segnalazioni per ipotesi di violazioni penalmente sanzionate; 14 hanno riguardato ipotesi di abusi di mercato. In 19 nuovi procedimenti penali, la Consob si è costituita parte civile al fine di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato⁽¹⁸⁾.

Nello stesso periodo le decisioni in merito a pretese risarcitorie nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza sono state, con una sola eccezione, favorevoli all'Istituto⁽¹⁹⁾.

Nel corso del 2007 sono stati instaurati i primi giudizi di opposizione avverso delibere Consob irrogative di sanzioni amministrative per abusi di mercato. I 6 giudizi che si sono conclusi finora hanno confermato la sussistenza dell'illecito sanzionato dalla Consob e, in un caso recentissimo, anche la confisca del profitto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito.

Tali decisioni hanno affrontato, tra l'altro, il tema del rapporto tra le sanzioni applicabili per illeciti di manipolazione del mercato, confermando il c.d. "doppio binario", ovvero sia la soggezione dell'autore di condotte manipolative a sanzioni sia amministrative che penali e la completa autonomia dei procedimenti che conducono alla loro applicazione.

Sono giunte a decisione anche 6 cause relative a impugnative di bilanci intentate dalla Consob⁽²⁰⁾. Le decisioni, in 5 casi, hanno condiviso i rilievi della Consob. In un caso non sono state confermate le valutazioni di merito dell'Istituto.

L'insieme sempre più complesso e articolato delle attività che la Consob è chiamata a svolgere, anche in conseguenza dei nuovi compiti affidatili dal Legislatore e sollecitati dall'evoluzione del mercato, richiede risorse, poteri e capacità di intervento adeguati, sempre più specializzati.

Lo sviluppo della Consob ha beneficiato di recente di un aumento dell'organico di 100 unità, senza oneri a carico dello Stato, il cui contributo complessivo al finanziamento dell'Istituto rappresenta ormai poco più del 10% del suo fabbisogno.

La progressiva riduzione della contribuzione pubblica, ma soprattutto i principi di autonomia e di indipendenza che informano l'attività dell'Istituto, non giustificano l'assoggettamento della Consob, per asserite esigenze di finanza pubblica, a limiti e vincoli nelle capacità di auto-organizzazione e nelle politiche di assunzione del personale.

L'indipendenza dell'Autorità trova fondamento nella natura degli interessi primari affidati alla sua tutela ed è conforme ai principi che in ambito comunitario e internazionale definiscono i requisiti delle Autorità di vigilanza.

5. Conclusioni

Stiamo vivendo un periodo di grande incertezza per l'integrità e la stabilità del sistema finanziario e per le prospettive di crescita dell'economia reale. L'impatto sulla fiducia è esasperato dalla sempre più intensa interazione tra fenomeni finanziari e sviluppo economico. Si genera una diffusa domanda di tutela e di interventi per fronteggiare il rischio di un progressivo deterioramento delle condizioni generali dell'economia.

Le risposte ai problemi emersi devono tendere a salvaguardare la capacità del mercato finanziario di costituire uno strumento di sostegno e stimolo della crescita.

Non va disconosciuto né ostacolato il ruolo dinamico e propulsivo dell'innovazione finanziaria, che ha contribuito significativamente alle più recenti fasi di crescita. I prodotti divengono tuttavia sempre più complessi e richiedono un corrispondente adeguamento degli *standard* di trasparenza e di correttezza da parte di coloro che li creano e li distribuiscono.

Il primo strumento di difesa per assicurare l'integrità del sistema di intermediazione del risparmio è costituito dai meccanismi di reazione del mercato stesso. Vanno in questa direzione i processi di riorganizzazione e di ricapitalizzazione che stanno coinvolgendo i principali intermediari internazionali. Nelle attuali condizioni, anche le sanzioni reputazionali assumono maggiore incisività e possono indurre gli operatori ad adottare misure correttive.

Le Autorità, colpendo le violazioni la cui estensione e gravità rappresentano un rischio per il mercato e indirizzando i comportamenti degli operatori verso *standard* più

elevati di correttezza e trasparenza, contribuiscono al ripristino di condizioni di maggiore fiducia nelle capacità di recupero e sviluppo del sistema.

La tempestività e l'incisività dell'azione di vigilanza e sanzionatoria, oltre a svolgere una sempre più attiva funzione preventiva, rafforzano gli stessi meccanismi di selezione e autodisciplina del mercato. Gli interventi effettuati dalle Autorità nel corso della recente crisi per assicurare chiarezza sulle reali condizioni di esposizione al rischio degli operatori hanno svolto un ruolo importante nel sollecitare e orientare le iniziative correttive del mercato e le azioni di vigilanza. L'individuazione tempestiva di nuove aree di debolezza del sistema consente anche di valutare la possibilità di adeguamenti del quadro normativo e degli *standard* internazionali di trasparenza.

La Consob è consapevole della necessità di adottare linee di sviluppo del proprio intervento adeguate ai problemi, anche in parte nuovi, che coinvolgono la tutela della trasparenza e della correttezza.

Recenti iniziative mirano a rafforzare i meccanismi di governo societario degli emittenti quotati e a responsabilizzare gli intermediari nei rapporti con i risparmiatori. Si è inteso valorizzare il ruolo degli amministratori indipendenti a tutela dell'interesse sociale nelle operazioni a più alto rischio di conflitto di interessi. Si è manifestata la disponibilità della Consob a riconoscere il valore di linee-guida agli orientamenti applicativi delle Associazioni degli intermediari.

L'Istituto sta dedicando particolare attenzione anche al settore del risparmio gestito che riveste una funzione strategica per soddisfare la domanda di investimento professionale e per lo sviluppo della piazza finanziaria italiana.

Per far fronte alla prolungata difficoltà del settore, le Autorità di vigilanza, con il concorso degli operatori, stanno elaborando un rapporto, di cui è prossima la pubblicazione, contenente specifiche linee di intervento e ipotesi di riforma normativa. Gli interventi, mirati soprattutto all'apertura dei canali distributivi e al rafforzamento dell'indipendenza delle società di gestione, postulano anche un più deciso impegno degli operatori nell'effettuare investimenti e scelte strategiche adeguati.

Sul piano interno, la Consob ha in programma una verifica delle procedure e dell'organizzazione dell'Istituto per individuare interventi che riducano i tempi dei procedimenti e sviluppino le capacità di monitoraggio dei fenomeni di mercato.

Si stanno potenziando le procedure di consultazione, anche attraverso la realizzazione di approfondite analisi d'impatto di ipotesi regolamentari. L'attiva partecipazione a recenti iniziative di pubblico confronto su proposte dell'Istituto fa ritenere valida la strada intrapresa.

La tutela dei risparmiatori presuppone un innalzamento del livello – ancora insufficiente – della cultura finanziaria.

Iniziative mirate di educazione finanziaria sono diventate una priorità della Consob. Agli interventi dell'Istituto dovranno affiancarsi quelli di altri soggetti pubblici e privati, con il coinvolgimento dei cittadini sin dalla più giovane età.

Sono stati di recente introdotti nell'ordinamento nuovi strumenti di tutela diretta dei risparmiatori, affidati alla gestione della Consob. Si tratta del Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori e della Camera di conciliazione e di arbitrato per la risoluzione di controversie insorte tra gli investitori e gli intermediari. È in fase avanzata la definizione della disciplina attuativa dei due istituti, ispirata all'esigenza di fornire ai risparmiatori meccanismi e procedure rapidi, economici e di agevole fruibilità.

L'introduzione nell'ordinamento italiano dell'azione collettiva risarcitoria, prevista dalla legge finanziaria per il 2008, è stata recentemente rinviata per meglio definirne le modalità applicative⁽²¹⁾. Tale rinvio non deve distogliere l'attenzione dalla funzione positiva che potrebbe svolgere l'azione collettiva, se ben disciplinata, per tutelare la posizione di debolezza del singolo consumatore.

Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

sono passati oltre 30 anni dalla nascita della Consob nel giugno 1974. Chi vi parla ha avuto l'onore di partecipare al più recente processo di trasformazione di un'Autorità che si è radicalmente rinnovata, dopo anni di impegno per modernizzare il quadro istituzionale e per fornire al mercato un sistema di regole certe e chiare, che possano essere ampiamente condivise e da tutti rispettate.

La Consob può oggi operare con la consapevolezza di disporre di strumenti, risorse e riconoscimenti più adeguati per svolgere il ruolo affidatole dal Legislatore. L'apporto di competenze sempre più sofisticate e di forze giovani e motivate arricchisce le possibilità di esercitare funzioni la cui complessità pone ogni giorno nuove sfide.

Colgo l'occasione per ringraziare i colleghi della Commissione, il Direttore Generale, i dirigenti e i dipendenti tutti, costituiti in buona parte da giovani e per oltre la metà da donne, che lavorano con grande impegno e rinnovato senso di appartenenza; ringrazio anche le Organizzazioni Sindacali per il loro costante stimolo a sempre meglio operare.

La consolidata efficace collaborazione con la Banca d'Italia e con le altre Autorità, con tutte le Magistrature, con l'Avvocatura dello Stato e con la Guardia di Finanza, ai quali rinnovo vivi ringraziamenti, indica un'unità di intenti che è garanzia di un comune operare per fortificare la fiducia nel sistema e per far fronte alle crescenti esigenze di tutela dei risparmiatori.

Nel difficile momento che i mercati stanno attraversando, la Consob rinnova l'impegno ad agire con equilibrio e con finalità sempre più tese alla prevenzione, con piena consapevolezza delle proprie responsabilità, convinta che il sistema economico e finanziario italiano saprà trovare gli stimoli e l'energia per superare le attuali difficoltà e ritrovare una vocazione alla crescita, condizione indispensabile per lo sviluppo del mercato.

NOTE DEL DISCORSO

⁽¹⁾ La legge n. 62 del 18 aprile 2005 (legge comunitaria 2004), con la quale è stata recepita la direttiva sugli abusi di mercato, prevedeva che le disposizioni dell'art. 114, comma 8, in materia di correttezza e trasparenza dei conflitti di interessi per i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, si applicassero anche alle agenzie di *rating*.

⁽²⁾ La legge n. 262 del 28 dicembre 2005 ha espressamente previsto l'esclusione delle agenzie di *rating* dall'applicazione delle norme di trasparenza e correttezza di cui all'art. 114, comma 8, come riformulato dalla stessa legge.

⁽³⁾ L'indice *Standard & Poor's 500* rappresentativo delle principali azioni degli Stati Uniti ha subito un calo nel primo semestre 2008 del 13%. Nello stesso periodo, l'indice Dow Jones Euro Stoxx rappresentativo delle principali azioni europee ha avuto una flessione del 24%.

⁽⁴⁾ L'indice *Standard & Poor's-Mib* ha chiuso il 2007 con una flessione del 7% e il primo semestre 2008 con un ulteriore calo del 24%.

⁽⁵⁾ Nel primo semestre 2008, hanno avuto avvio le negoziazioni di 5 nuove società a fronte delle 15 quotate nel primo semestre 2007 e delle 10 nello stesso periodo del 2006.

⁽⁶⁾ Il Mercato Alternativo del Capitale (MAC), istituito nel 2007 come sistema di scambi organizzati, dal 1° novembre 2007, con l'entrata in vigore della MiFID, ha assunto lo *status* di Sistema multilaterale di negoziazione. Il MAC è riservato a investitori professionali e si fonda su requisiti d'accesso semplificati.

⁽⁷⁾ L'*Alternative Investment Market* (AIM), strutturato come sistema multilaterale di negoziazione aperto agli investitori al dettaglio, è caratterizzato da regole semplificate rispetto ai mercati regolamentati, cui si affianca una rilevante responsabilità dell'intermediario che accompagna l'impresa sul mercato (*Nominated Advisor* o NOMAD).

⁽⁸⁾ A fine 2007, 200 delle 297 società quotate, che rappresentavano poco più del 50% della capitalizzazione totale del mercato, erano controllate di diritto o di fatto da un singolo azionista. Per 43 altre società, il cui peso sulla capitalizzazione totale era pari a circa il 15%, era presente un patto di sindacato sulla società stessa o sulla sua controllante che, per le clausole contrattuali e per la quota complessivamente apportata al patto, appariva idoneo a consentire agli aderenti di esercitare una funzione determinante sul controllo della società. Se si escludono le 8 società cooperative, nelle restanti 46 società non controllate da un singolo azionista o da un patto di sindacato, la quota complessivamente detenuta dagli azionisti rilevanti era superiore al 50%, lasciando ipotizzare la presenza di fenomeni coalizionali di tipo informale.

⁽⁹⁾ Alla fine del 2007, investitori istituzionali con quote superiori al 2% erano presenti nel 60% delle società quotate, con una preponderanza dei soggetti esteri. Quattro anni prima, il fenomeno interessava solo il 30% delle società quotate.

⁽¹⁰⁾ Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza.

⁽¹¹⁾ La previsione di una disciplina più stringente, in termini di identificazione delle operazioni rilevanti con parti correlate, per le società che utilizzano determinati strumenti di separazione tra proprietà e controllo dà attuazione all'ipotesi, prospettata nel discorso al mercato dello scorso anno, di assoggettare a rafforzati obblighi di informazione le operazioni con parti correlate di società che presentano un più elevato rischio di conflitto di interessi.

⁽¹²⁾ Direttiva MiFID n. 2004/39/CE recepita con D.Lgs. n. 164 del 17/9/2007; Direttiva OPA n. 2004/25/CE recepita con D.Lgs. n. 229 del 19/11/2007; Direttiva *Transparency* n. 2004/109/CE

recepita con D.Lgs. n. 195 del 6/11/2007; Direttiva Prospetto n. 2003/71/CE recepita con D.Lgs. n. 51 del 28/3/2007.

⁽¹³⁾ Nuova VIII Direttiva n. 2006/43/CE.

⁽¹⁴⁾ Gli *standard* regolamentari e di vigilanza promossi dal CESR non sono giuridicamente vincolanti per gli Stati membri. Indagini del CESR mettono in evidenza la persistente diversità nelle prassi di vigilanza, in particolare nell'attività di controllo sui prospetti informativi e nell'*enforcement* degli abusi di mercato. Per favorire una maggiore convergenza nel settore dei fondi comuni di investimento, il CESR ha costituito all'inizio del 2007 una specifica *Task Force* operativa, nell'ambito del Gruppo di esperti sul risparmio gestito presieduto dal Presidente della Consob.

⁽¹⁵⁾ I comitati di coordinamento europeo sono costituiti oltre che dal CESR, dal *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) e dal *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS).

⁽¹⁶⁾ Decreto-legge 3 giugno 2008, n. 97.

⁽¹⁷⁾ L'art. 187 *sexies* del TUF prevede che l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie in materia di abusi di mercato comporta sempre la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo.

⁽¹⁸⁾ Tra le costituzioni di parte civile, degna di segnalazione è la vicenda "Antonveneta", concernente un procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche, oltre a 8 persone giuridiche responsabili *ex lege* 231/2001, imputate di diversi reati tra cui agiotaggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità di vigilanza. Il 23 maggio 2008, il Giudice per l'udienza preliminare ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti degli imputati che ne avevano formulato richiesta e ha emesso decreto di rinvio a giudizio nei confronti degli altri.

Di recente si è anche avviato il procedimento penale per reati di manipolazione del mercato in relazione alla nota vicenda dell'*equity swap* sulle azioni Fiat.

Negli ultimi 18 mesi sono stati definiti in primo grado 4 procedimenti e confermate in appello 3 sentenze per reati di abuso di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e con la condanna anche al risarcimento dei danni.

⁽¹⁹⁾ In particolare, 53 sentenze hanno definito parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina". Le decisioni hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna di questi ultimi al risarcimento dei danni. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono state respinte perché non sono state ravvisate violazioni da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Nei giorni scorsi il Tribunale civile di Roma ha condannato la Consob al risarcimento dei danni nei confronti di risparmiatori per asserita omessa vigilanza su una Sim e un agente di cambio in relazione a fatti risalenti al periodo 1994-1996. La Commissione, una volta acquisite le motivazioni della sentenza, valuterà l'esperibilità di iniziative di contrasto.

⁽²⁰⁾ Alcune decisioni in materia segnalano posizioni giurisprudenziali diverse sulla natura dell'interesse ad agire della Consob e sulla sua permanenza nel caso in cui, nel corso del giudizio, la società cessi di essere quotata. La Commissione è impegnata ad approfondire l'argomento, anche alla luce dell'applicabilità dei principi contabili internazionali e della possibilità di dichiarare l'illegittimità di situazioni contabili, indipendentemente dall'azione di impugnativa.

⁽²¹⁾ Decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112.