



---

**CONSOB**

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

*RELAZIONE PER L'ANNO 2003*

ROMA, 31 MARZO 2004

---

---

*COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA*

---

*Presidente*

Lamberto CARDIA

*Componenti*

Enrico CERVONE

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

---

*Direttore Generale*

Massimo TEZZON

---

---

**INDICE GENERALE**

DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	1
<i>Le crisi societarie e la fiducia nei mercati</i>	4
<i>I problemi emersi dalle crisi</i>	5
<i>Il compito dell’Autorità di vigilanza</i>	7
<i>Il governo societario e il ruolo delle minoranze</i>	11
<i>L’evoluzione delle regole e della vigilanza nel contesto internazionale</i>	13
<i>Le risposte alle crisi</i>	15
RELAZIONE AL MINISTRO DELL’ECONOMIA E DELLE FINANZE	21
<b>LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO A FRONTE DELLE CRISI SOCIETARIE E DELL’EVOLUZIONE NORMATIVA A LIVELLO INTERNAZIONALE</b>	23
LE CRISI SOCIETARIE E LA FIDUCIA NEI MERCATI	25
<i>Introduzione</i>	25
<i>Il caso Parmalat</i>	28
<i>Il caso Cirio</i>	37
<i>Gli altri casi di crisi societarie e i problemi delle società di calcio quotate</i>	41
<i>Gli altri casi critici di diffusione al pubblico di strumenti finanziari</i>	46
L’EVOLUZIONE DELLE REGOLE NEL CONTESTO INTERNAZIONALE	51
<i>Il contesto europeo</i>	51
<i>Le principali iniziative in corso in ambito Iosco</i>	60
I PROBLEMI EMERSI E LE RISPOSTE ALLE CRISI NEL MUTATO SCENARIO INTERNAZIONALE	62
<i>I problemi emersi e il nuovo contesto internazionale</i>	63

	<i>L'adeguamento del quadro normativo</i>	67
	<i>Il rafforzamento dell'attività di vigilanza e il potenziamento delle risorse della Consob</i>	74
	<b>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</b>	79
I.	<b>IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE</b>	81
	<i>La struttura proprietaria e gli assetti di controllo</i>	81
	<i>Il mercato del controllo societario</i>	84
	<i>La partecipazione alle assemblee societarie</i>	86
	<i>La struttura dei consigli di amministrazione</i>	89
II.	<b>I MERCATI E LE IMPRESE</b>	91
	<i>I mercati delle azioni e degli strumenti derivati</i>	91
	<i>Il mercato obbligazionario</i>	98
	<i>Le operazioni di raccolta di capitali e di quotazione: un quadro d'insieme</i>	103
	<i>Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari</i>	105
	<i>Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	108
	<i>Le operazioni di raccolta di società non quotate e di emittenti esteri</i>	111
III.	<b>L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE</b>	112
	<i>L'andamento del settore</i>	112
	<i>La gestione collettiva del risparmio</i>	113
	<i>I servizi di investimento</i>	116
	<b>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</b>	121
IV.	<b>LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</b>	123
	<i>La vigilanza sull'informativa societaria</i>	123
	<i>L'informativa nell'appello al pubblico risparmio e nelle operazioni di finanza straordinaria</i>	127

---

	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	132
	<i>L'informativa contabile</i>	133
	<i>Le società di revisione</i>	137
V.	<b>LA VIGILANZA SUI MERCATI</b>	141
	<i>Gli abusi di mercato</i>	141
	<i>La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	145
	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	148
VI.	<b>LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI</b>	150
	<i>Le banche, le Sim e gli agenti di cambio</i>	150
	<i>Le società di gestione collettiva del risparmio</i>	153
	<i>I promotori finanziari</i>	157
VII.	<b>I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</b>	158
	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	158
	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	161
	<i>L'attività di enforcement via internet</i>	163
VIII.	<b>L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI</b>	165
	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	165
	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	170
	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	173
	<i>La disciplina dei mercati e degli scambi organizzati</i>	175
	<i>La disciplina degli intermediari</i>	179
IX.	<b>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</b>	184
	<i>La cooperazione internazionale</i>	184
	<i>L'attività dell'Unione Europea</i>	187

	<i>L'attività dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i>	190
X.	<b>I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</b>	192
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	192
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	195
XI.	<b>LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</b>	197
	<i>La gestione organizzativa</i>	197
	<i>La gestione finanziaria</i>	198
	<i>La gestione delle risorse umane</i>	199
	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	200
	<b>APPENDICE STATISTICA</b>	203
	<i>Indice delle tavole</i>	205
	<i>Tavole statistiche</i>	209
	<i>Note metodologiche</i>	247

*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA  
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

*Il testo che segue è stato letto il 7 giugno  
2004 dal Presidente della Consob presso la  
Borsa Italiana.*



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

la Commissione è grata alla Borsa Italiana per l'ospitalità offerta in questa sala, splendidamente rinnovata, che evoca molti ricordi della storia dei nostri mercati.

Nel giugno scorso il Prof. Luigi Spaventa ha lasciato l'incarico di Presidente della Consob ed è tornato all'insegnamento universitario.

L'Istituto gli esprime gratitudine per l'impegno e per il contributo di competenza e di idee che egli ha offerto e per la sua apprezzata presenza nelle sedi internazionali, che ha avuto significativi riconoscimenti e ha reso più facile il lavoro che, con intensità sempre crescente, la Consob svolge in tale ambito.

Il Prof. Filippo Cavazzuti, a fine ottobre, ha anticipato il termine del suo mandato e ha ripreso il suo magistero presso l'Università di Bologna. Il suo impegno e la sua competenza sono stati un prezioso ausilio alla Commissione. Anche a lui la Consob deve gratitudine.

L'Avv. Paolo Di Benedetto, nominato Commissario dal giugno scorso, apporta alla Consob doti di esperienza e competenza.

La Commissione da novembre scorso opera in composizione incompleta, in attesa della nomina del previsto quinto Commissario.

La presenza della Consob in Milano si consoliderà presto in una nuova sede. I lavori di ristrutturazione di Palazzo Carmagnola in via Broletto, ottenuto in concessione d'uso dal Comune, saranno completati a fine 2004 o, al più tardi, nei primi mesi del 2005, dopo un rallentamento dovuto al rinvenimento di alcuni reperti archeologici.

### ***Le crisi societarie e la fiducia nei mercati***

1. Le crisi che hanno coinvolto emittenti e intermediari nel corso del 2003, per la dimensione delle attività e degli interessi compromessi e per la gravità delle patologie manifestate, hanno colpito profondamente il mercato finanziario italiano.

Le crisi societarie rappresentano un elemento endogeno al funzionamento delle economie di mercato; esse possono incrinare la fiducia degli operatori quando riflettono carenze strutturali nel prevenire e nell'individuare con tempestività i comportamenti, talora fraudolenti, che ne sono l'origine.

L'anno 2003 è stato caratterizzato dalla concomitanza di varie situazioni rilevanti per la tutela del risparmio; sono emersi problemi riguardanti la trasparenza della gestione di gruppi quotati e i rapporti dei risparmiatori con gli intermediari. Dopo gli eventi costituiti dalla negoziazione di titoli argentini e di prodotti finanziari strutturati in modo potenzialmente fuorviante le scelte d'investimento, con il caso Cirio è stato coinvolto, per la prima volta nel sistema italiano, il mercato delle obbligazioni societarie.

In questa situazione di tensione è intervenuto lo scandalo che ha riguardato il gruppo Parmalat. Esso ha assunto una rilevanza sistemica per il suo significato, anche simbolico, nell'evidenziare le debolezze dei controlli interni e di revisione contabile sugli emittenti quotati, nonché nel determinare rilevanti conseguenze sui mercati finanziari.

Anche in questo caso, come per altre società minori entrate in crisi tra cui Giacomelli, l'ampia diffusione di obbligazioni societarie tra il pubblico ha evidenziato carenze nel rapporto tra investitori e intermediari.

La natura pervasiva dei fenomeni di crisi favorisce un clima di incertezza e di sfiducia e può

avere effetti negativi nel medio-lungo periodo sullo sviluppo dei mercati e sul finanziamento delle imprese; aumenta il timore e forse anche il rischio che fenomeni analoghi possano ripetersi.

Il 7 ottobre scorso segnalai in Parlamento il diffondersi di un clima di sfiducia e l'esigenza di tempestivi interventi a favore di quella parte dei risparmiatori che potevano essere considerati "danneggiati incolpevoli".

Tale intervento, che suscitò varie e contrapposte valutazioni e non determinò nell'immediato il prodursi di effetti attuativi, era motivato dalla consapevolezza che le vicende avvenute, in particolare il *default* delle obbligazioni Cirio, stavano scuotendo la fiducia del mercato e andavano progressivamente assumendo vasta risonanza internazionale.

A tale consapevolezza si aggiungeva la considerazione che una prolungata crisi di fiducia avrebbe potuto aumentare il costo del capitale e ridurre la disponibilità di credito; essa avrebbe anche potuto comprimere ulteriormente la già ridotta propensione delle imprese italiane a ricorrere al mercato dei capitali, rendendo più difficile il finanziamento di percorsi di crescita.

Il 31 ottobre, in occasione della giornata del risparmio, l'argomento fu ripreso. Successivamente, il sistema bancario ha avviato, con modalità e secondo valutazioni proprie, varie forme di ristoro dei risparmiatori.

In quel periodo, peraltro, non aveva ancora fatto irruzione nei mercati la vicenda Parmalat, la cui deflagrazione nel mese di dicembre - sostanzialmente determinata dall'incalzare dell'attività di vigilanza della Consob, resa più pressante per effetto della vicenda Cirio - avrebbe gravemente colpito il sistema. Tale vicenda, che assunse quasi da subito i connotati di una frode internazionale, ha chiamato tutti a interrogarsi sulla efficacia della normativa esistente e sulla validità

del comune e del singolo operare, nonché sulla capacità di impedire il ripetersi di vicende dannose, in particolare per i risparmiatori, apparsi l'anello più debole.

2. I problemi emersi, pur nella loro inaspettata sequenza e rilevanza, non sono comunque limitati al mercato italiano. In tutti i principali mercati si sono manifestati fenomeni di crisi: Enron e WorldCom sono gli esempi più eclatanti; essi sono emblematici di una difficoltà dei sistemi normativi e di funzionamento dei mercati a ben governare i comportamenti degli emittenti e i meccanismi di intermediazione. Le difficoltà hanno coinvolto i diversi modelli di governo societario e i diversi modelli di sistema finanziario, che caratterizzano le varie combinazioni tra intermediari e mercati nell'allocazione del risparmio.

Il problema che tutti i sistemi si sono trovati e si trovano ad affrontare è quello del possibile fallimento, soprattutto in presenza di fenomeni fraudolenti, delle funzioni di filtro, verifica e valutazione delle informazioni svolte da una pluralità di soggetti, taluni dei quali operanti in una dimensione internazionale.

I compiti di queste categorie di soggetti sono infatti tra loro complementari e non alternativi; ognuno di essi dispone di un'informativa parziale e il suo agire dipende in qualche misura dalla qualità delle funzioni esercitate dagli altri. Si opera in un sistema integrato di controlli tendenzialmente finalizzato a favorire l'emergere di segnali di allerta e a rendere quantomeno più difficili fenomeni collusivi. La complementarità però può anche favorire il contagio del "fallimento" di una o più funzioni all'intero sistema; soprattutto se il "fallimento" ha origine in ambiti fondamentali quali il consiglio di amministrazione, il collegio sindacale e/o la società di revisione contabile.

Quando vengono a mancare segnali di allerta di attività fraudolente, che le forme di controllo endogene al sistema sono chiamate a produrre, anche l'attività degli organismi pubblici di vigilanza può risultare inefficace.

### ***I problemi emersi dalle crisi***

3. I problemi emersi hanno interessato due aree vitali per la fiducia del mercato:

- la qualità dell'informazione societaria e l'efficacia dei relativi meccanismi di controllo, interni ed esterni alla società;
- la correttezza dei rapporti tra risparmiatori e intermediari nell'ambito della molteplicità di ruoli svolti dagli intermediari finanziari.

La rilevanza di questi aspetti è stata, almeno parzialmente, diversa nei singoli casi, anche se essi presentano elementi di complementarità. Nel caso Parmalat è stata preponderante la falsificazione dell'informazione societaria, che ha nascosto per molti anni la reale situazione della società. Nel caso Cirio, invece, gli elementi critici della situazione finanziaria sono stati gradualmente resi noti, anche per le progressive pressioni della Consob. Nonostante ciò, si è verificata una ampia diffusione presso il pubblico di titoli obbligazionari senza la necessaria, esaustiva e tempestiva informazione sulle loro caratteristiche di rischiosità nella fase della negoziazione.

Diverso è stato anche il contesto geografico nel quale sono maturati i vari eventi. La vicenda Parmalat ha visto un coinvolgimento particolarmente accentuato di soggetti operanti su scala internazionale. La sua dimensione, dovuta anche alla estesa ramificazione territoriale delle attività industriali e finanziarie del gruppo in oltre 30 paesi, ha reso più difficile individuare i segnali della crisi e indirizzare le attività di indagine. La maggiore esposizione internazionale del gruppo

non ha contribuito a facilitare le verifiche e i controlli operati dal mercato. Soggetti coinvolti, in particolare alcune banche internazionali, sembra abbiano svolto un ruolo non irrilevante nella creazione di alcune strutture societarie critiche e nella realizzazione di operazioni che, di per sé legittime, hanno contribuito a impedire o a ritardare l'emergere di segnali di allarme nel mercato.

Minore è stata invece la rilevanza della dimensione internazionale negli altri casi, anche se in gran parte dei gruppi coinvolti la presenza di società, a volte mere scatole finanziarie, domiciliate in paesi esteri, spesso paradisi fiscali o legali, ha concorso a ridurre la necessaria trasparenza informativa.

4. I fenomeni descritti hanno comportato una maggiore opacità strutturale delle imprese e hanno enfatizzato l'importanza del ruolo dei controlli interni. Le principali criticità venute alla luce riguardano proprio questa area. È anche apparsa evidente una ripetuta violazione delle regole di condotta da parte degli organi sociali e dei soggetti a cui compete la revisione contabile e la certificazione, tale da risultare, in ipotesi, anche di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza delle pubbliche Autorità.

Pure l'informazione societaria di tipo "derivato" – fornita cioè dal mercato tramite la produzione di studi e l'emissione di giudizi di *rating* – non ha contribuito in positivo a segnalare ipotesi di gravi anomalie né a fare individuare possibili illeciti o irregolarità.

In alcuni casi, come ad esempio per Cirio, tale funzione è venuta a mancare per la scarsa o inesistente "copertura" della società o del gruppo quotato da parte di società di *rating* ovvero di studi. In altri casi, in particolare nella vicenda Parmalat, la società o il gruppo erano oggetto di

vasta copertura, ma gli studi o il *rating* non sono stati capaci di segnalare o anticipare in qualche modo la emersione della crisi.

5. Profili critici sono emersi in relazione all'evoluzione del ruolo delle banche, che hanno esteso sempre più la propria attività ai servizi di investimento, mantenendo una forte centralità nei meccanismi di allocazione del risparmio. Anche i sistemi di finanziamento delle imprese hanno visto un graduale spostamento dal credito bancario verso forme di finanziamento orientate al mercato.

Ha inciso in questa evoluzione l'accresciuta sensibilità delle banche alla valutazione del merito creditizio delle imprese finanziate e all'assunzione di rischi in proprio.

Nell'ambito di questa evoluzione si inquadra il recente e intenso sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Il fenomeno rende meno chiara la linea di demarcazione fra banche e altri intermediari; alcuni rischi, che in passato erano sopportati esclusivamente dalle banche, sono incorporati in strumenti finanziari e riallocati presso altri intermediari finanziari, presso investitori istituzionali e, in taluni casi, anche presso investitori non professionali.

Parallelamente, è mutata la composizione della ricchezza delle famiglie con un aumento della loro esposizione al rischio.

In tale contesto, le banche non sono più solo debentrici delle famiglie e creditrici delle imprese ma collegano direttamente le une alle altre; forniscono alle prime servizi di negoziazione e gestione, alle seconde servizi di collocamento e di consulenza.

Effetto di tale cambiamento è che il risparmiatore non gode più, come nel caso del deposito bancario, della garanzia di restituzione del capitale, ma assume in proprio il rischio

dell'investimento. Acquista perciò particolare rilievo l'informazione che il sistema deve fornire all'investitore sui soggetti che lo stesso finanzia. È soprattutto a questo proposito che la banca è chiamata a svolgere, nell'interesse del cliente, così come la legge esige, il proprio compito di intermediario professionale. In questo modo i rischi maggiori dell'attività di intermediazione si spostano da quelli patrimoniali a quelli legali e reputazionali.

La necessità di adeguare la capacità degli intermediari di fronteggiare il nuovo ruolo assunto è enfatizzata dalla diffusa presenza di molteplici e differenziati interessi: le banche finanziano le imprese, prestano consulenza per le emissioni, collocano e negoziano i titoli, li acquistano e li vendono come gestori, effettuano studi per consigliarne l'acquisto o la vendita ai propri clienti e al mercato.

I potenziali conflitti tra i diversi interessi possono portare gli intermediari a incentivare collocamenti obbligazionari da parte di società o gruppi nei confronti dei quali non ritengano di incrementare la propria esposizione.

6. Un ulteriore profilo problematico trae origine da una lacuna del sistema normativo, su cui si è innestato il comportamento non conforme dei soggetti interessati.

La diffusione al pubblico di prodotti complessi di matrice bancaria, frutto della combinazione di diversi strumenti finanziari, ha potuto godere dell'esenzione dagli obblighi di redazione e pubblicazione del prospetto informativo riservata ai prodotti finanziari emessi dalle banche. Un'esenzione che, pur in presenza di un esplicito e motivato diverso avviso espresso dalla Consob in occasione dei lavori preparatori per la stesura del Testo Unico della Finanza, è stata estesa dallo stesso Testo Unico ben oltre i confini

della legislazione precedente, che la limitava ai titoli emessi dalle banche nell'ambito della propria attività di raccolta del risparmio per l'esercizio del credito.

Anche in questi casi il ruolo dei controlli interni si è dimostrato poco incisivo e non adeguatamente sensibile alla specificità dei problemi connessi con l'ambito dell'intermediazione mobiliare.

Le circostanze complessivamente emerse postulano l'esigenza di decisi interventi volti a incentivare, a tutti i livelli, l'adozione di standard di correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento e un rinnovato, consapevole approccio culturale allo svolgimento di tale delicata e preziosa attività.

Le prassi virtuose non possono essere solo il frutto di prescrizioni normative. Occorrono soprattutto un'adesione convinta ai valori etici di mercato e una piena consapevolezza che il mantenimento della fiducia dei risparmiatori è mezzo essenziale di continuità e di sviluppo dell'attività degli intermediari.

### ***Il compito dell'Autorità di vigilanza***

7. In presenza di crisi societarie delle dimensioni e gravità di quelle che hanno coinvolto il mercato italiano nell'ultimo anno emerge una esigenza di tutela del mercato che eccede il livello fisiologico delle aspettative riposte nel sistema di regolamentazione e di vigilanza. Spingono in questa direzione il numero di risparmiatori coinvolti nelle crisi, l'entità degli investimenti compromessi, l'estensione e la profondità delle insufficienze venute alla luce e in particolare, ma non solo, quelle delle funzioni di controllo interne al sistema.

La Consob ha cercato di rispondere alle esigenze di tutela emerse dai vari fenomeni di crisi

con un impegno di carattere eccezionale, nei limiti posti dalle incompletezze dell'attuale quadro normativo di riferimento e dalla ridotta disponibilità di adeguati strumenti e risorse per la vigilanza.

Per quanto riguarda la vicenda Parmalat, è il caso di ricordare che si è trattato di un fenomeno criminoso, con condotte di rilievo penale poste in essere da più soggetti in concorso tra loro, e con comportamenti che si sono sostanziati nella falsificazione di documenti, nell'occultamento di informazioni, in illeciti artifici legali e contabili, attuati non solo in Italia, ma anche (e forse soprattutto) all'estero, in un intricato reticolo globale, esteso ai paradisi fiscali e legali *off-shore*.

Coerentemente con la sua missione istituzionale, gli interventi della Consob sono stati volti soprattutto a salvaguardare la trasparenza del mercato e a stimolare l'attività degli organi e delle funzioni di controllo interno e di revisione.

La Consob ha gradualmente intensificato l'attività di vigilanza a partire dall'inizio del 2003, in presenza dei primi segnali di allerta, che fino a quel momento erano mancati.

La pressione della Consob si è fatta più incalzante a partire dal secondo semestre 2003, anche a seguito dell'analisi dei temi connessi alle obbligazioni societarie effettuata in una riunione del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) in relazione alla vicenda Cirio, dalla quale era emersa l'opportunità di estendere l'esame anche al di là del singolo caso.

In un crescendo di richieste formali sempre più penetranti, l'Istituto ha effettuato tra luglio e dicembre dell'anno scorso oltre 60 interventi di vigilanza, con l'obiettivo di portare alla luce la reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società e del gruppo.

L'esito di questo sforzo è noto e fa parte delle recenti cronache finanziarie: a metà dicembre

2003 Parmalat ha dovuto comunicare al mercato, su esplicita richiesta della Consob, che il presunto attivo di bilancio – una liquidità asserita pari a poco meno di quattro miliardi di euro – in realtà non esisteva. La constatazione della falsità dei dati contabili è stata prontamente segnalata all'Autorità Giudiziaria; ne è conseguita l'impugnazione del bilancio stesso. A partire da quel momento si è attivata una intensa e proficua collaborazione con tale Autorità, al cui migliore sviluppo ha anche contribuito la cooperazione internazionale subito avviata (in particolare con la Sec); tale collaborazione sta facilitando le indagini, trattandosi di un gruppo fortemente internazionalizzato soprattutto nella gestione finanziaria. Dopo la scoperta della frode la Consob ha attivato gli accertamenti consentiti sul comportamento delle società incaricate della revisione contabile del gruppo Parmalat e su quello dei componenti del collegio sindacale.

Si esprime fiducia nell'operare di tutti coloro che a vario titolo sono impegnati a fare luce sulle cause e sulle responsabilità di un così grave dissesto. In vicende societarie particolarmente gravi e dolorose, l'operare attento e costante della Magistratura è presidio di sicurezza per tutti coloro che operano nel sistema.

Si esprime l'auspicio che coloro che operano per mantenere vitale il gruppo abbiano pieno successo. Tale successo potrebbe dare garanzia di lavoro a quanti operano nella Parmalat e speranza di recupero, almeno parziale, ai risparmiatori che nella società avevano riposto fiducia.

8. L'attività di vigilanza svolta in relazione al caso Cirio ha portato la Consob ad effettuare ripetuti interventi nei confronti di Cirio Finanziaria Spa, nell'ambito dei controlli sulla trasparenza dell'informazione finanziaria resa al mercato, iniziati nel secondo semestre del 2000, via via

intensificatisi negli anni successivi e culminati nell'impugnazione del bilancio della società. Parallelamente è stata avviata un'intensa attività di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, cui fin dagli inizi del 2003 è stato trasmesso e si sta tuttora provvedendo a fornire ogni elemento informativo utile alle indagini in corso.

Una impegnativa attività di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria è in corso anche con riguardo alla vendita di alcuni prodotti finanziari complessi e delle obbligazioni argentine.

Attività di vigilanza di intensità straordinaria sono state condotte sugli altri casi di crisi manifestatisi nell'anno 2003, che hanno interessato numerose società quotate di dimensioni medio-piccole.

In alcuni specifici casi, tra i quali quelli delle società calcistiche, le difficoltà finanziarie sono risultate dipendere anche dal permanere di debolezze strutturali nella composizione reddituale e patrimoniale dell'attività. La criticità di tali debolezze non è stata affrontata in occasione della scelta, forse prematura, operata dal legislatore nel 1996 di consentire a tali società il perseguimento del fine di lucro, che ha costituito la premessa necessaria per la loro quotazione. La possibilità, concessa alle società di calcio da una legge del 2003, di adottare principi contabili specifici, ha solo dilatato i tempi dell'emergere delle difficoltà.

A un consistente gruppo di emittenti quotati in situazione di potenziale rischio per la continuità aziendale, attestata dagli organi di controllo societari ovvero da segnali di evidente sofferenza patrimoniale, è stato imposto e a molti di essi è tuttora imposto di fornire al mercato un aggiornamento mensile dell'evoluzione della situazione aziendale e del gruppo di appartenenza.

La diffusa presenza nelle crisi societarie di pratiche scorrette e illecite ha comportato una intensificazione delle attività volte a individuare e

a segnalare, se del caso, all'Autorità Giudiziaria i comportamenti sottostanti a tali pratiche, nonché a procedere a impugnative di bilancio.

9. I problemi emersi in seguito all'ampia diffusione al pubblico di obbligazioni emesse da società poi rivelatesi in crisi, prima tra tutte la Cirio, e di altri strumenti finanziari, come le obbligazioni argentine e altri prodotti di natura complessa, hanno comportato una intensa attività di verifica dei comportamenti degli intermediari finanziari coinvolti nelle varie fasi del processo.

L'intero anno trascorso ha impegnato una parte significativa delle risorse dedicate alla vigilanza sugli intermediari nello svolgimento di verifiche ispettive sui principali intermediari bancari italiani.

Tale attività ha portato alla individuazione e alla contestazione di specifiche responsabilità degli intermediari ispezionati, che hanno negoziato i titoli con la clientela non professionale. Allo stato, si è potuta rilevare una diffusa inidoneità delle procedure adottate ad assicurare una corretta informazione degli investitori rispetto alle condizioni di rischio/rendimento degli strumenti trattati, anche con riferimento alle caratteristiche del cliente e ai suoi obiettivi di investimento, nonché a individuare e segnalare al cliente i possibili conflitti di interessi derivanti dalla eventuale esposizione della banca nei confronti degli emittenti le obbligazioni negoziate con la clientela. Nei casi in cui sono state rilevate specifiche situazioni di conflitto di interessi, oltre alle carenze procedurali, sono state contestate anche infrazioni di carattere "comportamentale".

I procedimenti sanzionatori sono in corso di svolgimento e si è in attesa di ricevere le deduzioni dei soggetti interessati.

10. Quanto avvenuto in un contesto internazionale sempre più attento e sensibile e la rinnovata riconosciuta esigenza di una piena tutela degli interessi dei risparmiatori sollevano problemi più generali per un efficace esercizio dell'azione di vigilanza.

La tendenza alla crescita della complessità dei prodotti e dei servizi finanziari, l'importanza delle strategie finanziarie nei comportamenti degli emittenti, l'internazionalizzazione dei mercati e delle strategie, l'integrazione dei diversi comparti del mercato finanziario e le trasformazioni in atto nella struttura degli scambi e nel ruolo degli intermediari mutano progressivamente il contesto di riferimento. Tale mutamento richiede una crescente capacità da parte delle funzioni di vigilanza di interpretare i fenomeni e di anticipare, quanto più possibile, le potenziali criticità.

È richiesto in particolare uno sforzo diretto ad aumentare la capacità di cogliere tempestivamente nel mercato segnali di anomalia sotto il profilo della completezza e simmetria informativa e sotto il profilo dell'integrità dei mercati e dell'offerta di servizi di intermediazione.

Anche se interventi riformatori di più ampio respiro appaiono necessari, occorre comunque affinare la strategia di vigilanza e la capacità di "ascoltare il mercato".

Ciò comporta un ampliamento dell'area e della tipologia dei fenomeni che devono essere posti sotto osservazione, a fronte di una maggiore possibilità di integrazione di flussi complessi e diversificati di informazioni; è così possibile la costruzione di modelli di analisi adeguati a supportare una efficace attività di vigilanza. La Consob ha già accentuato l'osservazione di alcuni fenomeni che stanno assumendo un'importanza crescente nell'influenzare il funzionamento del mercato e le valutazioni degli investitori.

Per quanto riguarda i controlli sull'informazione societaria, è emersa l'esigenza di creare condizioni per un miglioramento complessivo della qualità dell'attività di revisione. La Consob, coerentemente anche con le indicazioni europee, ha individuato tra le linee di sviluppo strategiche dell'attività di vigilanza la realizzazione di controlli mirati sulle procedure interne adottate dalle società di revisione per il controllo di qualità dell'attività svolta. Ciò soprattutto con riferimento alla verifica circa l'adeguatezza della loro struttura organizzativa rispetto all'evoluzione del portafoglio clienti.

11. Nei limiti consentiti dal Tuf è stata estesa l'azione di vigilanza ai mercati non regolamentati, acquisendo flussi informativi tempestivi e completi. È emersa l'importanza di un monitoraggio sistematico dei mercati dei derivati sul rischio di credito: essi danno segnali sulla rischiosità di emittenti anche non quotati o privi di *rating*, i cui strumenti finanziari possono essere diffusi presso investitori non professionali. Nel maggio del 2003, la Commissione ha assoggettato i sistemi di scambi organizzati a obblighi di segnalazione più stringenti sui prodotti negoziati, sul volume delle transazioni e sui meccanismi di formazione dei prezzi.

I dati rilevati segnalano un mutamento della propensione al rischio delle famiglie italiane e una diversificazione internazionale del loro portafoglio; si è tratta conferma dell'accresciuta competizione fra prodotti finanziari e tra emittenti per attrarre il risparmio che si forma nel nostro Paese.

I dati relativi a oltre 300 sistemi di scambi organizzati rivelano un fenomeno di proporzioni significative: nel primo trimestre del 2004 sono stati scambiati titoli per circa 22 miliardi di euro. Sono stati negoziati oltre 15 mila titoli obbligazionari diversi, soprattutto emessi da



banche, per un controvalore di circa 12,5 miliardi di euro; di questi, 4,4 miliardi di euro erano relativi a obbligazioni societarie. Nello stesso periodo il controvalore complessivo degli scambi obbligazionari sui mercati regolamentati è stato pari a circa 3,7 miliardi di euro.

I titoli obbligazionari, ma anche altri strumenti finanziari, per loro natura tendono a essere negoziati su sistemi diversi dai mercati regolamentati, essenzialmente perché difettano di una sufficiente liquidità; tendono anche a essere collocati attraverso canali diversi dall'offerta pubblica. Questa constatazione rimette in discussione elementi essenziali della filosofia sottostante al Tuf, che assegna alla vigilanza sui mercati regolamentati e sulla sollecitazione all'investimento un'assoluta centralità fra i compiti attribuiti alla Consob. Il binomio "offerta pubblica-mercato regolamentato" è tipico in realtà solo degli strumenti azionari.

Per far fronte alle nuove esigenze, la Commissione sta per rivedere la disciplina dei titoli diffusi con riferimento agli emittenti obbligazionari, al fine di assoggettare gli emittenti (italiani o controllati da gruppi italiani) con obbligazioni negoziate su sistemi di scambi organizzati a obblighi di trasparenza più stringenti.

La disponibilità di nuove informazioni faciliterà la rilevazione di anomalie e una migliore valutazione della condotta degli intermediari negozianti; inoltre, si avranno indicazioni sulle linee di cambiamento e trasformazione del mercato finanziario e su come la regolamentazione dovrà adattarsi per registrare tali cambiamenti.

### ***Il governo societario e il ruolo delle minoranze***

12. Le crisi del 2003 hanno coinvolto società i cui assetti proprietari erano caratterizzati dalla presenza di un modello di controllo familiare con

elevata concentrazione proprietaria. Parmalat, Cirio e Giacomelli erano controllate da una persona fisica o da una società interamente posseduta da membri della stessa famiglia; tutte avevano una quota di flottante inferiore al 50 per cento. Tali elementi caratterizzano un numero elevato di società quotate italiane. Circa il 40 per cento delle società quotate non appartenenti ai settori bancario e assicurativo presenta analoghe caratteristiche nella tipologia degli azionisti di controllo e nell'intensità del controllo.

Una elevata concentrazione proprietaria non rappresenta di per sé un fattore di debolezza del sistema di governo societario: alla minore influenza del mercato sul controllo societario corrisponde un maggior allineamento di interessi tra l'azionista di controllo, che governa la società, e gli altri azionisti. La maggiore stabilità degli assetti presenta però il rischio di una eccessiva autoreferenzialità. Occorrono, pertanto, adeguati meccanismi di controllo per evitare fenomeni di espropriazione degli azionisti di minoranza e per orientare le strategie alla creazione del valore d'impresa.

A tal fine, le regole e gli istituti di governo societario devono favorire una efficace dialettica tra funzioni esecutive e funzioni di controllo nei vari organi sociali. È ancora scarso il ricorso ai poteri che la legge attribuisce alle minoranze per la tutela dei loro interessi.

Contribuiscono a raggiungere questo scopo le norme, quanto più possibile chiare e di facile applicazione, le scelte delle società, sia individuali sia soprattutto sotto forma di codici di autodisciplina da attuare integralmente e non con finalità di sola immagine, nonché i comportamenti concreti degli investitori, soprattutto di quelli istituzionali.

13. Il Tuf ha inteso valorizzare i controlli endosocietari e ha fatto anche affidamento su un ruolo attivo delle minoranze azionarie.

La dialettica all'interno della vita societaria è però ancora limitata; le assemblee in corso in questo periodo evidenziano peraltro incoraggianti segnali di una seppur iniziale inversione di tendenza.

I sindaci eletti dalle minoranze sono assenti in circa tre quarti delle società quotate e in circa il 60 per cento delle società di maggiori dimensioni appartenenti al Mib30 e al Midex. Una causa rilevante è costituita dal livello elevato delle soglie di possesso individuate dagli statuti come necessarie per la presentazione di liste di minoranza.

Appare quindi giustificata la richiesta, avanzata in recenti assemblee, di abbassare le soglie come misura per ridurre la sostanziale elusione della previsione legislativa.

Meccanismi di elezione del consiglio di amministrazione che consentano la rappresentanza degli azionisti di minoranza sono presenti in poco più di un decimo delle società quotate, in applicazione delle norme sulle privatizzazioni, e solo in pochi casi per autonoma previsione statutaria. L'esperienza mostra che nelle società in cui gli azionisti di minoranza hanno eletto rappresentanti nel consiglio di amministrazione, questi hanno contribuito positivamente a garantire un governo societario efficace. Si vanno orientando in questa direzione le scelte di altre importanti società.

La presenza di amministratori indipendenti è richiesta dal codice di autodisciplina delle società quotate, sulla base del principio "adeguarsi o spiegare" (*comply or explain*). Si riscontra una non sempre efficace trasparenza delle informazioni necessarie per comprendere e valutare l'effettiva applicazione del codice da parte delle singole

società, compromettendone la funzione disciplinante. Un contributo positivo in tal senso è fornito dall'iniziativa dell'associazione delle società di capitali che sollecita e suggerisce modalità standard di rappresentazione delle informazioni.

14. È anche compito degli investitori assumere una maggiore iniziativa. La partecipazione alle assemblee societarie degli investitori istituzionali resta modesta. Nelle assemblee di approvazione dei bilanci 2002 delle società di maggiori dimensioni il tasso di presenza dei gestori di fondi italiani è stato ancora minore che nell'anno precedente. Si registrano però segnali significativi di mutamento. In recenti assemblee, i fondi italiani hanno partecipato più attivamente e l'associazione di categoria è intervenuta e ha dichiarato di voler sempre intervenire, sia pure con partecipazioni simboliche, per chiedere miglioramenti nelle pratiche di governo societario.

L'attivismo degli investitori è scoraggiato dagli spazi limitati derivanti dalla concentrazione proprietaria delle società quotate. Anche sotto questo profilo si delineano elementi evolutivi.

Nel 2003 è proseguita, seppure con ritmi blandi, la tendenza emersa negli ultimi anni all'attenuazione della concentrazione proprietaria delle società quotate e all'aumento della contendibilità del loro controllo.

La quota di flottante, per il complesso delle società quotate, ha raggiunto quasi il 55 per cento, valore che era stato superato solo nel 1998, quando si erano espliciti gli effetti delle politiche di privatizzazione. Agli inizi degli anni '90 tale valore era pari a circa il 40 per cento. È diminuita, soprattutto in termini di peso sulla capitalizzazione, la presenza di società controllate da un singolo azionista.

Alla riduzione della concentrazione proprietaria hanno contribuito alcune operazioni di semplificazione di catene societarie all'interno di gruppi di grandi dimensioni, che hanno comportato una diluizione della quota di proprietà degli azionisti rilevanti. Si è attenuata la separazione tra capitale controllato e capitale posseduto dovuta alla piramide societaria che, soprattutto all'interno di alcuni gruppi, aveva raggiunto livelli molto elevati.

L'evoluzione verso una maggiore diffusione proprietaria di questi ultimi anni riguarda soprattutto le società di maggiori dimensioni e quelle del settore bancario. Anche in questi casi, però, la reale apertura del controllo al mercato resta limitata dalla presenza di patti di sindacato e da vincoli di natura normativa alla contendibilità del controllo: poteri speciali e di veto in capo a soggetti pubblici sono presenti in 15 società quotate privatizzate con un peso del 30 per cento sulla capitalizzazione totale; per 32 banche, con un peso del 27 per cento, è necessaria l'autorizzazione da parte dell'Autorità di vigilanza di settore all'acquisizione di partecipazione rilevanti.

### ***L'evoluzione delle regole e della vigilanza nel contesto internazionale***

15. La realizzazione del mercato unico europeo dei servizi finanziari ha ricevuto un forte impulso dalle iniziative legislative approvate tra il 2003 e i primi mesi del 2004. Sono state superate contrapposizioni che ritardavano l'armonizzazione delle regole su questioni decisive per l'integrazione dei mercati, quali le offerte pubbliche di acquisto, i servizi d'investimento e i mercati mobiliari, l'informazione societaria. Le soluzioni raggiunte, molte delle quali maturate nel corso della presidenza italiana, riflettono delicati equilibri tra esperienze e strutture di mercato profondamente diverse.

Le direttive cosiddette di "nuova generazione" pongono particolare enfasi sul ruolo dell'Autorità di vigilanza e sui suoi poteri di indagine.

La direttiva sugli abusi di mercato richiede che all'autorità individuata come responsabile della sua attuazione venga affidato un ruolo "attivo" nella prevenzione, nell'accertamento e nella repressione degli abusi di mercato. Essa dovrà essere dotata di adeguati poteri di indagine, di poteri inibitori atti a far cessare eventuali violazioni, nonché del potere di adottare misure cautelari quali il sequestro di beni. Si tratta di poteri dei quali le principali Autorità estere sono già dotate da tempo.

Dovrà essere adeguato anche il sistema sanzionatorio, prevedendo sanzioni di natura amministrativa proporzionate, efficaci e sufficientemente dissuasive e la possibilità di ricorrere anche a "sanzioni reputazionali" e a misure di "dequalificazione" (*disqualification*) del soggetto che abbia violato le norme.

La direttiva sui prospetti comporterà l'abrogazione delle attuali norme del Tuf che consentono esenzioni dalla disciplina della sollecitazione all'investimento per le obbligazioni e gli altri prodotti offerti dalle banche.

Particolare rilievo assume l'adozione di standard comuni in materia di controlli sulle società di revisione e di principi contabili.

La Commissione ha recentemente presentato una proposta di direttiva che introduce un sistema di natura pubblica per la vigilanza sui revisori contabili e l'obbligo per le società di istituire un Comitato di controllo interno (*Audit Committee*) che verifichi l'attività dei revisori e l'adeguatezza dei controlli interni e dei sistemi di gestione del rischio.

Gli emittenti con titoli negoziati sui mercati regolamentati, a partire dal 2005, registreranno il

passaggio “epocale” dalle regole contabili nazionali a quelle internazionali: *International Accounting Standards (IAS) / International Financial Reporting Standards (IFRS)*. Si tratta di misure che potranno apportare benefici al processo di armonizzazione e integrazione dei mercati.

16. La nuova direttiva in materia di mercati e intermediari comporterà vantaggi in termini di maggiore competitività e apertura dei mercati. Particolare attenzione dovrà comunque essere posta nel recepimento degli istituti che, ponendo meno vincoli alle condotte degli intermediari, possono porre problemi nella tutela degli investitori.

La direttiva estende il novero dei servizi di investimento e dei servizi accessori. Introduce importanti modifiche nelle modalità di prestazione dei servizi, in relazione all’obbligo di realizzare le migliori condizioni possibili per il cliente (*best execution*); alla possibilità per le imprese di investimento di eseguire internamente gli ordini dei clienti (cosiddetta *internalizzazione*); alla previsione di norme sulla trasparenza “pre” e “post-negoziazione”.

L’introduzione della facoltà per l’investitore di richiedere all’intermediario la mera esecuzione e/o ricezione e trasmissione degli ordini dell’investitore (cosiddetta *execution only*) fa venir meno, in tale caso, l’obbligo dell’intermediario di assumere le informazioni sul cliente e di valutare l’adeguatezza degli investimenti eseguiti.

La diversificazione delle forme e delle strutture di negoziazione aumenterà gli elementi di concorrenza tra le funzioni dei mercati e degli intermediari rispetto a quelli di complementarità, finora prevalenti sul mercato italiano.

Il forte sviluppo dei mercati non regolamentati di titoli di debito sta inducendo le società di gestione a ridefinire le strategie di

crescita, al fine di attrarre scambi e strumenti attualmente negoziati su mercati non regolamentati (*over the counter*) e spesso solo “nominalmente” quotati su mercati regolamentati esteri. L’ordinamento potrebbe favorire questa azione, in considerazione della maggiore liquidità e trasparenza dei mercati regolamentati italiani.

Il venir meno degli obblighi di concentrazione e la possibilità di accesso diretto ai mercati da parte di alcune categorie di investitori avranno un impatto rilevante sull’industria dell’intermediazione mobiliare.

La negoziazione in conto terzi, i cui margini di redditività si sono progressivamente ridotti, è destinata a divenire un’attività a valore aggiunto solo se accompagnata dall’offerta di altri servizi, quali la ricerca e la consulenza. La pressione competitiva sarà meno intensa per le grandi banche, che potranno contare sulla domanda di servizi di negoziazione degli investitori istituzionali del gruppo. La sopravvivenza degli operatori indipendenti è invece messa in discussione: compito della regolamentazione è di garantire le condizioni per una equilibrata competizione fra operatori di dimensioni diverse.

La competizione fra mercati e intermediari tende a riproporre la centralità degli assetti di governo dei mercati regolamentati. La quotazione delle società di gestione, contribuendo ad ampliare e a diversificare la compagine azionaria, può alleviare i conflitti di interessi derivanti dal ruolo degli intermediari-clienti negli assetti di controllo dei mercati. La Consob è favorevole a tale evoluzione, come in più occasioni ha dichiarato: è necessario però creare la cornice giuridica necessaria a evitare le contraddizioni insite in un processo di “auto-quotazione” che, in quanto tale, non può essere considerato conforme ai principi del nostro ordinamento giuridico.

Una delle reazioni delle borse al nuovo scenario è stato il consolidamento tra le strutture di negoziazione e quelle di liquidazione e compensazione. Nel nostro Paese si è affermato un modello di integrazione verticale, così come in altri paesi dell'Europa continentale. In ambito europeo non vi è un quadro regolamentare uniforme; la Commissione Europea ha solo individuato le principali aree su cui realizzare un livello minimo di armonizzazione. Le caratteristiche di monopolio naturale dei servizi di liquidazione e compensazione non sono incompatibili con assetti proprietari privati, ma è necessario evitare che esse ostacolino la competizione tra mercati regolamentati diversi e tra mercati regolamentati e altre piattaforme di negoziazione.

### ***Le risposte alle crisi***

17. Il quadro normativo disegnato dalle riforme legislative degli anni '90, culminate nel Tuf, ha contribuito a migliorare l'efficienza del mercato e a offrire maggiore garanzia di tutela dell'investitore e dell'azionista. Rimanevano peraltro alcune contraddizioni irrisolte nell'architettura giuridico-normativa delle funzioni di vigilanza e nell'attribuzione delle competenze e una generale debolezza degli strumenti di indagine e dei presidi sanzionatori.

Oggi si ripropone l'esigenza di riconsiderare le questioni rimaste aperte. L'evoluzione del mercato e l'intensificarsi delle iniziative di definizione di nuove regole e standard nelle sedi sovranazionali vanno nella stessa direzione.

È necessario che tale esigenza trovi risposte tempestive e incisive. L'obiettivo di restituire fiducia al mercato richiede interventi volti a razionalizzare il quadro normativo, a rafforzare gli incentivi a comportamenti coerenti con la trasparenza e la correttezza del mercato, a rendere

più efficaci gli strumenti e le procedure di vigilanza.

Nel disegnare la strategia di riforma occorre peraltro tener conto di vincoli e opportunità.

Entrambi si manifestano nella crescente esigenza di convergenza e coordinamento a livello sovranazionale, nella definizione delle regole e degli standard di comportamento e nell'affinamento e potenziamento delle attività di vigilanza (*enforcement*).

L'internazionalizzazione del contesto di riferimento costituisce quindi una necessità per le scelte nazionali; essa influenza la capacità competitiva del sistema finanziario ed economico e gli strumenti di tutela degli investitori.

Vincoli e opportunità si presentano anche rispetto all'esigenza di favorire il ricorso delle imprese al mercato dei capitali: se l'innalzamento degli standard qualitativi del mercato rappresenta una condizione necessaria per evitare crisi di fiducia, occorre considerare che elevati costi aggiuntivi, legati allo *status* di società quotata o comunque "aperta", possono innalzare ulteriormente il già elevato "scalino" del passaggio al mercato.

Il mercato azionario italiano si caratterizza per le sue limitate dimensioni e per la scarsa rappresentatività del tessuto imprenditoriale del Paese. Tra il dicembre 2002 e fine aprile 2004, il numero di società quotate sull'insieme dei mercati regolamentati, già limitato, si è ridotto di 22 unità, con solo 4 nuove società quotate nell'intero periodo. La capitalizzazione delle società domestiche, pari a circa 488 miliardi di euro a fine 2003 e salito a 498 a fine maggio 2004, continua ad essere inferiore a quella registrata negli altri principali mercati azionari internazionali.

Gli effetti delle regole sugli incentivi alla quotazione meritano una considerazione particolarmente attenta per quanto riguarda la

situazione italiana. Una adeguata graduazione delle regole deve tener conto che le esigenze di tutela degli investitori assumono valore anche in una prospettiva dinamica. Lo sviluppo e l'allargamento del mercato possono giocare un ruolo positivo nel migliorare la trasparenza e nel favorire comportamenti coerenti con l'integrità del mercato stesso.

La vitalità del settore delle piccole e medie imprese costituisce una potenzialità finora in gran parte inespresa per lo sviluppo del mercato dei capitali italiano. Il superamento degli ostacoli, di natura culturale e normativa, al finanziamento attraverso il mercato costituisce quindi obiettivo prioritario per favorire la loro crescita dimensionale e lo sviluppo dell'economia.

18. La riforma del quadro normativo, necessaria per rispondere alla crisi di fiducia e per adeguare il nostro sistema all'evoluzione del contesto internazionale, richiede una strategia di intervento articolata; occorre incidere sull'architettura del sistema di vigilanza, sulla definizione di nuove regole specifiche atte a modificare comportamenti e funzioni per i quali sono emerse le principali criticità, sulla disponibilità e sull'efficacia dei poteri di accertamento e degli strumenti sanzionatori.

Si tratta di aspetti di ampio rilievo, oggi in fase di discussione presso il Parlamento in sede di esame del disegno di legge unificato recante interventi per la tutela del risparmio.

Riguardo all'architettura del sistema di vigilanza, l'attuale legislazione non definisce in modo chiaro e netto una ripartizione delle competenze per finalità. Prodotti analoghi beneficiano di trattamenti diversi e l'esperienza dell'Autorità competente in materia di trasparenza e correttezza non è compiutamente impiegata.

Elementi di non completezza persistono con riferimento alla sollecitazione del pubblico risparmio: le obbligazioni bancarie e alcuni prodotti assicurativi con caratteristiche spiccatamente finanziarie sono esclusi dalla disciplina dell'obbligo di prospetto; al collocamento dei prodotti finanziari, anche di tipo bancario e assicurativo, non riconducibili alla fattispecie legale di "strumenti finanziari" non si applica la disciplina della trasparenza e della correttezza; nei controlli sui fondi comuni di investimento e sui fondi pensione, alcune competenze in materia di trasparenza e correttezza sono sottratte alla Consob.

La completa attuazione di un modello di vigilanza per finalità rappresenta un obiettivo da realizzare.

19. La progressiva integrazione dei diversi comparti e delle diverse attività del mercato finanziario richiede anche che si rafforzi la collaborazione e il coordinamento tra le Autorità che svolgono funzioni di vigilanza sul mercato finanziario nazionale. Tale esigenza suggerisce l'estensione dei doveri di collaborazione, con la previsione di forme sistematiche e tempestive di condivisione delle informazioni in possesso delle diverse Autorità. Va in questa direzione l'istituzione, prevista dal disegno di legge unificato, di un apposito comitato come sede permanente di coordinamento tra le Autorità.

L'esperienza maturata in questi anni consente di individuare nella collaborazione e nella cooperazione internazionale uno strumento essenziale di vigilanza.

La possibilità di farvi ricorso presuppone che l'Autorità di vigilanza risponda a requisiti di indipendenza e di responsabilità, stabiliti a livello internazionale dalla Iosco – *International Organization of Securities Commissions*

(l'organizzazione mondiale delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari) e dalle direttive di settore, e presuppone altresì che sia assicurata la confidenzialità delle informazioni ricevute.

Anche per tali ragioni è necessario che nel processo legislativo di riforma tali condizioni siano salvaguardate e venga puntualmente definita una appropriata regolamentazione del segreto d'ufficio.

20. Per quanto riguarda il governo delle società quotate, la riforma del diritto societario e le norme di coordinamento con il Tuf hanno ridisegnato l'attribuzione delle funzioni degli organi deputati al controllo, favorendo una proficua dialettica con le Autorità di vigilanza.

Rispetto a questi temi, l'intervento riformatore dovrebbe essere incentrato su alcune linee-guida coerenti con le esigenze manifestatesi e con l'evoluzione del mercato finanziario.

Tali linee, peraltro in ampia misura considerate nel disegno di legge in discussione, si possono così sintetizzare:

- rafforzare l'indipendenza e i poteri delle funzioni di controllo;
- rafforzare i controlli e la trasparenza sulle operazioni con parti correlate e sull'uso di società domiciliate nei cosiddetti paradisi fiscali e legali;
- prevedere, in linea con l'evoluzione internazionale, adeguati requisiti di professionalità, standard di correttezza di comportamento e appropriate regole di trasparenza per l'attività degli analisti finanziari e delle società di *rating*;
- rendere più efficaci i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni previsti dall'art. 2412 c.c., riferendoli ai debiti incorporati in titoli obbligazionari consolidati a livello di gruppo e alle garanzie fornite dalla capogruppo;

- limitare la cessione al pubblico di titoli oggetto di collocamento privato, prevedendo un divieto, per un determinato periodo, di vendita al pubblico di tali strumenti da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *holding period*) o prevedendo altre forme di garanzia.

21. Il rafforzamento del quadro legislativo dovrà investire l'intero sistema di vigilanza, inteso sia come capacità di accertamento dei fatti e di acquisizione delle informazioni sia come apparato sanzionatorio vero e proprio.

È necessario recepire urgentemente la normativa europea sugli abusi di mercato e attribuire all'Autorità di vigilanza appropriati poteri di indagine e repressione.

Tali poteri appaiono oggi limitati, specie in situazioni di particolare gravità in cui è necessario accertare tempestivamente irregolarità o violazioni di norme rilevanti per la tutela del pubblico risparmio.

Il vigente regime sanzionatorio deve essere reso maggiormente dissuasivo; l'entità delle pene è troppo spesso esigua in rapporto alla gravità delle condotte cui sono associate.

Anche la procedura per l'irrogazione delle sanzioni potrebbe utilmente essere resa meno complessa e onerosa, concentrandola interamente presso la Consob, ferma restando la necessaria separazione fra funzioni istruttorie e funzioni volte all'applicazione delle sanzioni. È inoltre opportuno prevedere che la responsabilità faccia capo alla persona giuridica, con introduzione generalizzata dell'obbligo di rivalsa nei confronti degli esponenti aziendali alla cui condotta sono imputabili le violazioni accertate.

Sul piano reputazionale l'effetto dell'accertamento di condotte illecite deve essere dilatato, prevedendo la divulgazione da parte della

Consob della sussistenza di violazioni anche nell'ipotesi in cui il procedimento sanzionatorio non giunga a conclusione a seguito di oblazione o eliminando tale possibilità, almeno nelle ipotesi di maggior gravità.

Anche l'ampliamento dell'uso di sanzioni interdittive, che presentano un alto grado di deterrenza, potrebbe produrre utili effetti.

Resta fermo il principio che la violazione delle regole nel pieno rispetto del diritto di difesa deve essere punita con sanzioni applicate effettivamente e in tempi rapidi.

22. Sempre in relazione ai possibili interventi di riforma, appare opportuna anche una riflessione riguardante il comportamento degli attori dell'industria dell'intermediazione.

Mentre appare evidente e opportuna la crescente attenzione attribuita dagli intermediari bancari agli aspetti di stabilità - attraverso l'effettuazione di investimenti in sistemi e procedure per il monitoraggio e la gestione dei rischi assunti in proprio con l'erogazione del credito - sino ad ora non si è registrata la dovuta attenzione nel garantire un più idoneo svolgimento dei servizi di investimento.

L'intermediazione mobiliare non può costituire solo uno strumento per migliorare la redditività complessiva degli intermediari bancari, ma richiede una chiara percezione, da tradursi anche in adeguati investimenti in risorse e formazione, della sua importanza e della sua specificità.

Tutti sono consapevoli della funzione essenziale che le banche svolgono - quali componenti del tessuto economico - per la vita e lo sviluppo del Paese. Il sistema bancario non mancherà di corrispondere alle nuove esigenze poste dalle trasformazioni in atto e darà risposte

adeguate e tempestive ai bisogni degli investitori e di quanti nel mercato operano.

23. L'*incipit* del nostro discorso ha avuto riguardo alle crisi societarie e ai problemi che le medesime hanno fatto emergere. Anche altri paesi - come gli Stati Uniti d'America - hanno dovuto vivere, prima di noi, il susseguirsi di scandali societari e finanziari, i quali hanno scosso la "fede assoluta" nel mercato. Nell'avviarsi al termine di questo intervento si ritiene affidare al mercato anche il compito di farsi portatore di una speranza, collegata a un valido impegno etico e dunque ad una responsabilità verso il futuro, per il da farsi (oltre che per il già fatto).

Il profitto costituisce senza dubbio l'indicatore e il regolatore della vita e della vitalità dell'impresa. Ma nulla di meno e neanche di più. Non si può subordinare la legittimazione sociale e giuridica dell'impresa soltanto al profitto e considerare ogni altro valore coinvolto nell'attività di impresa (il rapporto col pubblico, con la proprietà, con il lavoro) come ad esso subordinato. La libertà di iniziativa economica, del resto, non è solo un valore economico, ma è anche un valore della persona umana: come lo è il lavoro; e impresa e lavoro sono anche impegni da svolgere al fine di "concorrere al progresso materiale e spirituale della società" (art. 4 Cost.).

Queste linee di riflessione sembrano trovarsi, in parte, nel recente progetto contenente disposizioni per la tutela del risparmio. Una maggiore trasparenza societaria e l'inasprimento delle sanzioni dovrebbero contribuire ad una dissuasione dall'inosservanza delle regole. Ma quel che più conta è l'intima convinzione della necessità di osservare norme di condotta, espressive di un irrinunciabile *ethos*, anzitutto individuale. E anche il mercato ha certamente



bisogno di una iniezione di etica: per la sua stessa efficiente, ma soprattutto umana, vitalità.

24. L'evoluzione del modello di vigilanza, in modo coerente con l'evoluzione delle dinamiche competitive del mercato e con le criticità emerse dagli eventi che si sono manifestati recentemente, richiede un ampliamento dei fenomeni da considerare e più complesse attività di monitoraggio. Nuove esigenze di controllo deriveranno dalle innovazioni legislative e regolamentari, originate dalla evoluzione della legislazione comunitaria e da iniziative di coordinamento internazionale. Rispetto a tali esigenze, le risorse attualmente a disposizione della Consob non appaiono sufficienti. Peraltro l'elevata professionalità anche del personale più giovane è spesso causa di acquisizione da parte di operatori del mercato, tanto che dal 1° gennaio 2003 ad oggi ben 27 unità hanno rassegnato le dimissioni per assumere posizioni di rilievo, non soltanto retributivo.

Se può essere motivo di compiacimento la considerazione che giovani formati in Consob siano ricercati dal mercato, è causa di preoccupazione la constatazione della consistenza del deflusso, a cui la normativa attuale non

consente adeguato e rapido rimedio. Si aggiunge a ciò il fatto che la scarsità di risorse è aggravata da attività "straordinarie" che la gestione delle situazioni di crisi, senza precedenti per numero e intensità, ha reso e rende ancora necessarie.

La gravità della situazione è stata più volte rappresentata anche con la motivata richiesta di interventi di urgenza, la cui specifica finalità era e resta l'esigenza di un assetto organizzativo e di una dotazione di mezzi adeguata ai compiti attribuiti all'Istituto.

A tale esigenza si aggiunge l'obbligo di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, previsto entro il prossimo 12 ottobre.

Nel nuovo contesto in cui l'operare degli Organismi internazionali sta assumendo un ruolo ben più attivo che in passato, e sta ponendo le basi di una normazione comune e cogente, non appare quindi più differibile un intervento legislativo diretto a potenziare i poteri della Consob, nonché le sue risorse, in uomini e mezzi. Del resto, la prima reazione ai casi di crisi verificatisi nel mercato statunitense è stata proprio quella di moltiplicare le risorse a disposizione della Sec, come premessa necessaria agli ulteriori interventi di riforma normativa del sistema, peraltro attuati con determinazione e in tempi non lunghi.

*Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,*

nella giornata di oggi cade il trentennale della legge n. 216/1974 di conversione in legge del decreto istitutivo della Consob. In questi anni profondi cambiamenti hanno investito il suo assetto istituzionale; si è parlato, a questo proposito, di successione cronologica di più Consob. Costante è stato, nel tempo, il suo impegno per adeguare il sistema alle nuove esigenze poste dai mercati in continua evoluzione. La avvertita necessità di un suo adeguamento risponde ad esigenze presenti anche nella disciplina di altri paesi, non solo quale conseguenza di vicende dolorose, ma anche e principalmente come esigenza di recepimento di direttive europee e di allineamento a principi internazionali tendenti a una normazione comune o quantomeno compatibile.

La Consob non ha mancato di rendere conto del proprio operato e di fornire il proprio contributo di analisi nelle competenti sedi del Parlamento, partecipando, a partire dall'ottobre scorso, a cinque audizioni parlamentari sulle questioni oggi all'attenzione; ha risposto con tempestività alle richieste di pareri e di contributi riguardanti la disciplina del disegno di legge unificato per la tutela del risparmio; ha partecipato, quando invitata, a riunioni del Cidr fornendo e acquisendo i consentiti contributi di conoscenza; ha partecipato e partecipa al Comitato di sicurezza finanziaria e alle numerose riunioni in ambito internazionale, prime tra esse quelle del Cesr e della Iosco; presiede altresì il Comitato per la predisposizione di una nuova normativa riguardante i Fondi comuni. In ambito internazionale, l'azione della Consob riscuote apprezzamento e riconoscimento; lo dimostrano gli esiti della recente assemblea della Iosco tenutasi ad Amman, che ha confermato per il prossimo biennio la presenza della Autorità italiana in seno al Comitato Esecutivo, organo di vertice dell'Organizzazione, e la co-presidenza ad essa affidata, unitamente alla Sec, della *Task Force* incaricata di analizzare la materia delle frodi finanziarie internazionali e di individuare le misure necessarie per prevenirle e contrastarle.

Nella continuità del suo agire la Consob ha rivolto il suo massimo impegno alla applicazione delle leggi e dei regolamenti con spirito amichevole e collaborativo verso il mercato e verso tutte le sue componenti; ma ha anche operato con la serena convinzione di dover svolgere sempre e con uguale metro di misura, improntato a neutralità, i suoi compiti, ben consapevole delle responsabilità che su di essa incombono nello svolgimento della missione che il legislatore le ha affidato.

L'Istituzione che ho l'onore di presiedere intende tenere ferma tale linea di comportamento, continuando a svolgere le sue funzioni "*nec spe nec metu*", nell'interesse della collettività, a tutela di tutte le sue componenti e, certo non da ultimo, di quella dei risparmiatori.

È garanzia di ciò l'alta professionalità del personale che in essa opera con particolare dedizione. L'Istituto è profondamente grato ai suoi dirigenti e al personale tutto.