



RELAZIONE PER L'ANNO 2005

ROMA, 31 MARZO 2006

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Enrico CERVONE

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Direttore Generale

Massimo TEZZON

RELAZIONE PER L'ANNO 2005

A. LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO

- I. Il contesto economico e istituzionale*
- II. I settori di attività della Consob*
- III. L'evoluzione del ruolo della Consob nel nuovo quadro normativo*

B. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO

- I. Le società*
- II. I mercati*
- III. Gli intermediari e le famiglie*

C. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

- I. La vigilanza sulle società*
- II. La vigilanza sui mercati*
- III. La vigilanza sugli intermediari*
- IV. I provvedimenti sanzionatori e cautelari*
- V. L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali*
- VI. Le relazioni internazionali*
- VII. I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob*
- VIII. La gestione interna e le relazioni con l'esterno*

D. APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE

INDICE GENERALE

PAGINA BIANCA

A. Le questioni in corso e le linee di indirizzo

PAGINA BIANCA

I – IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

1. L'evoluzione del quadro normativo

1.1 La riforma del risparmio e il recepimento delle direttive europee

Nel 2005, il principale elemento di novità del contesto economico e istituzionale nel quale la Consob opera è rappresentato dalle modifiche del quadro legislativo. Sono stati infatti adottati interventi normativi di grande rilevanza, in occasione del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato¹ e nell'ambito della cosiddetta riforma del risparmio².

Tali riforme rappresentano il risultato, ancorché parziale, di processi evolutivi di più lungo periodo: da un lato, il completamento del Piano d'Azione Europeo per i Servizi Finanziari (Fsap), avviato alla fine degli anni '90 con l'obiettivo di realizzare il mercato unico, dall'altro, i progetti di riforma finalizzati alla tutela del risparmio, la cui esigenza si è manifestata con drammaticità dopo gli scandali societari verificatisi nei principali mercati internazionali.

Questi interventi comportano modifiche profonde nei compiti e nelle responsabilità delle Autorità di vigilanza, e in particolare della Consob, ed effetti significativi sulla tutela degli investitori e sui comportamenti degli operatori.

La nuova disciplina sugli abusi di mercato attribuisce alla Consob specifici e incisivi poteri di indagine e rafforza l'apparato sanzionatorio, affiancando misure di natura amministrativa alle sanzioni penali e adeguando l'entità delle sanzioni alla rilevanza dei fenomeni. È stato contemporaneamente previsto un potenziamento, di oltre 150 unità, delle risorse di personale della Consob, necessario per far fronte ai nuovi compiti ed è stato previsto un sistema incrementativo di agevole e sollecita attuazione.

La Consob ha già utilizzato i nuovi poteri, per il cui esercizio assume particolare importanza la collaborazione con l'Autorità Giudiziaria e con la Guardia di Finanza, con la quale ultima è in corso di definizione un atto di convenzione finalizzato a disciplinare le forme di cooperazione e gli adempimenti procedurali da osservare. Il rafforzamento delle indicate collaborazioni, favorito dal nuovo quadro normativo, rappresenta un elemento fondamentale per l'efficace e tempestiva rilevazione di comportamenti scorretti e di ipotesi di reato, grazie alla ulteriore previsione di un reciproco scambio di informazioni e alla possibilità di condivisione delle esperienze sviluppate nei rispettivi ambiti di responsabilità.

¹ Direttiva n. 2003/6/CE recepita con legge n. 62 del 12 maggio 2005.

² Legge 262 del 28 dicembre 2005.

Accanto alle disposizioni volte a rafforzare la capacità repressiva degli abusi di mercato, la nuova normativa introduce ulteriori misure finalizzate a scoraggiare il compimento di abusi e a favorire una maggiore responsabilità degli operatori rispetto all'integrità del mercato.

Sono previsti nuovi obblighi organizzativi o informativi a carico degli emittenti e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e controllo; nuove responsabilità per gli intermediari nella individuazione e segnalazione di operazioni sospette rispetto a ipotesi di abusi; nuove regole per la produzione di ricerche e di raccomandazioni relative a titoli quotati o in via di quotazione.

Su queste materie la Consob è intervenuta, in via regolamentare, per definire la disciplina applicativa, la cui entrata in vigore è stata graduata in funzione delle necessità di adattamento degli operatori. Sono stati modificati, in particolare, i Regolamenti della Consob che disciplinano gli emittenti e i mercati³ ed è stata emanata una apposita comunicazione con la quale sono stati forniti chiarimenti e linee guida per l'adempimento dei nuovi obblighi⁴.

Dall'applicazione della nuova disciplina sugli abusi di mercato derivano un ampliamento della quantità e un miglioramento della qualità dell'informazione disponibile sul mercato e maggiori garanzie per gli investitori riguardo alla simmetria informativa e alla correttezza degli operatori.

Anche la riforma del risparmio ha ampliato notevolmente l'area di tutela per gli investitori, rafforzando i presidi esistenti e introducendone di nuovi.

A oltre 2 anni dall'emergere dello scandalo Parmalat, l'approvazione della riforma costituisce un segnale importante, per il mercato e per gli operatori italiani e internazionali, della volontà del sistema italiano di intervenire in profondità sui principali problemi evidenziati dalle crisi.

Ulteriori ritardi nel tradurre l'approfondito lavoro preparatorio, frutto anche di estese indagini conoscitive del Parlamento, in un organico intervento riformatore, avrebbero compromesso la credibilità internazionale del sistema italiano, offuscata dagli intervenuti scandali, frustrando il consenso raggiunto sulla diagnosi dei principali problemi e sull'obiettivo di maggior tutela dei risparmiatori.

Si tratta di una riforma ampia e ambiziosa, pur se per alcuni aspetti non completa e imperfetta, che affronta l'intero spettro dei problemi emersi: dai sistemi di governo societario ai meccanismi di intermediazione, ad alcune caratteristiche strutturali e funzionali del mercato.

³ Il Regolamento n. 11971 concernente la disciplina degli Emittenti e il Regolamento n. 11768 in materia di Mercati sono stati modificati, rispettivamente, con le Delibere n. 15232 e n. 15233 del 29 novembre 2005, con le quali è stata anche prevista l'entrata in vigore differita (al 1° aprile 2006 invece che al 1° gennaio 2006 determinato in via generale) delle disposizioni relative alle modifiche della Parte III, Titolo II, Capo II, Sezione II (in materia di raccomandazioni); degli articoli 87, 101, 103 e dell'allegato 3F (in materia di trasparenza delle operazioni di compravendita di strumenti finanziari); le disposizioni della Parte III, Titolo VII, Capo I e Capo II (in materia di registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate e di operazioni effettuate da soggetti rilevanti).

⁴ Comunicazione DEM/6027054 del 28 marzo 2006.

Vengono rafforzati i controlli interni sulla gestione delle imprese e la sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria, attraverso una valorizzazione del ruolo delle minoranze, una più efficace prevenzione dei conflitti di interessi nell'attività di revisione contabile, una maggiore trasparenza delle società estere appartenenti a gruppi quotati e situate nei cosiddetti "paradisi legali". Vengono introdotte nuove regole sui conflitti di interessi nei rapporti tra banche e imprese e tra intermediari e clienti e si garantisce una maggiore omogeneità nel livello di trasparenza e nelle regole di condotta relative a prodotti a contenuto finanziario. Si prevede un controllo preventivo da parte della Consob sulle decisioni delle società di gestione del mercato in merito all'ammissione, sospensione o esclusione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni e viene introdotta una specifica disciplina per la quotazione delle stesse società di gestione del mercato.

La riforma ha inoltre rafforzato il sistema sanzionatorio, aumentandone la dissuasività e migliorando l'efficienza delle procedure di irrogazione delle sanzioni, e ha attribuito alla Consob compiti di definizione delle procedure di conciliazione e arbitrato per le controversie insorte tra risparmiatori e intermediari, prevedendo un indennizzo nel caso di accertato inadempimento⁵.

Dall'ampiezza e dalla complessità delle modifiche introdotte deriva la necessità di un'imponente attività regolamentare da parte della Consob e di una notevole estensione dei suoi compiti di vigilanza, anche in aree tradizionalmente non comprese nelle competenze delle Autorità di vigilanza sui mercati, come nel caso dei codici di autodisciplina e della cosiddetta "finanza etica".

Un'efficace applicazione delle nuove funzioni e delle nuove regole richiede tempi di attuazione che consentano a tutti i soggetti interessati di predisporre le necessarie misure organizzative e di adeguare i modelli di comportamento. Anche la definizione delle norme attuative in via regolamentare richiede una maturazione adeguata, cui concorre la ormai istituzionalizzata consultazione degli operatori.

La riforma incide anche sull'assetto istituzionale delle Autorità di controllo e sull'articolazione e ripartizione delle funzioni di vigilanza tra le diverse Autorità. Tale ultimo aspetto, tuttavia, non è frutto di un disegno organico di riordino del modello di vigilanza, pur considerato nel corso dei lavori preparatori, secondo il principio della specializzazione dei compiti delle Autorità in funzione dei diversi obiettivi di vigilanza: stabilità, trasparenza e correttezza e tutela della concorrenza.

Dalla riforma emerge comunque un segnale chiaro, seppure parziale, in favore del modello di vigilanza per finalità, in particolare per quanto riguarda il ruolo della Consob. Va in tale direzione l'estensione ai prodotti finanziari emessi da banche e da assicurazioni della disciplina sulla sollecitazione e delle regole di correttezza previste dal Testo unico della finanza (Tuf), con ciò

⁵ Art. 27 della legge n. 262/2005

rendendo omogenee le regole di trasparenza e di comportamento per prodotti finanziari con caratteristiche sostanzialmente simili.

Questa nuova impostazione consente di superare un'anomalia dell'ordinamento, che la Consob aveva ripetutamente segnalato, e soprattutto riconosce alla Commissione la funzione primaria di Autorità di vigilanza sulla trasparenza e correttezza con riguardo all'intera gamma dei servizi di intermediazione mobiliare e dei prodotti a contenuto finanziario.

Permangono però alcune aree di disomogeneità che incrinano la compiutezza del modello di vigilanza per finalità e si traducono in disparità e/o sovrapposizioni normative. In alcuni casi, anzi, le disomogeneità si sono acuite in conseguenza, da un lato, della incompletezza della riforma del risparmio su taluni aspetti e, dall'altro, di recenti non coordinate iniziative legislative di tipo settoriale.

Si tratta, in modo particolare, della prevista esenzione dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione dalla disciplina dell'offerta fuori sede e delle obbligazioni bancarie dalla normativa sui titoli diffusi. Nel campo del risparmio gestito, restano affidate alla Banca d'Italia competenze in materia di ripartizione dei rischi e di approvazione del regolamento di gestione degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), nonostante tali aspetti attengano a profili di trasparenza e correttezza, come confermato dalle analoghe regole sulle gestioni individuali.

Disomogeneità e sovrapposizioni si presentano anche nell'area dei prodotti previdenziali, la cui importanza è in notevole crescita soprattutto nella prospettiva di un progressivo orientamento del risparmio previdenziale verso forme a maggiore contenuto finanziario.

La copiosa produzione normativa sul sistema finanziario degli ultimi anni, che ha visto anche l'emanazione del Testo unico delle assicurazioni⁶ e del Testo unico della previdenza complementare⁷, presenta quindi ancora elementi poco coerenti e non in linea con le tendenze di fondo che caratterizzano i mercati finanziari, nei quali si registra la progressiva scomparsa delle tradizionali segmentazioni per tipologia di attività (assicurativa, creditizia e mobiliare) e la internazionalizzazione delle attività di intermediazione e di investimento.

In presenza di una crescente integrazione settoriale, modelli di regolazione e di vigilanza che privilegiano specificità di settore rischiano di essere poco coerenti con l'attività di intermediari polifunzionali che trattano prodotti sostanzialmente omogenei, gravando al contempo gli operatori di costi e di oneri amministrativi non proporzionati.

A fronte della progressiva apertura internazionale dei mercati, "costi della regolamentazione" superiori a quelli presenti negli altri principali paesi, soprattutto in ambito europeo, possono aumentare i rischi di delocalizzazione della nostra industria dell'intermediazione, penalizzando una

⁶ Decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209.

⁷ Decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252.

piazza finanziaria che già sconta ritardi strutturali, soprattutto nello sviluppo delle attività a più alto valore aggiunto.

La riforma del risparmio, pur con gli indubbi miglioramenti introdotti in aree importanti per la tutela degli investitori, appare in questa ottica risentire di un approccio prevalentemente “sintomatico”, orientato cioè a fornire soluzione alle specifiche modalità con le quali si sono manifestate le crisi societarie e le patologie di comportamento degli intermediari.

Le criticità hanno invece evidenziato una natura strutturale, con radici comuni nei meccanismi di intermediazione di tutti i principali sistemi finanziari, e hanno trovato amplificazione nell'internazionalizzazione delle strategie degli operatori e nella globalizzazione dei mercati.

Ne deriva l'esigenza di rafforzare la convergenza degli standard e la cooperazione internazionale. In via prioritaria ciò deve avvenire in ambito europeo, dove il mercato dei servizi finanziari ha raggiunto un grado elevato di integrazione e va sempre più configurandosi come mercato unico. Ma appare anche necessario che si considerino adeguatamente gli effetti che la più generale globalizzazione dei mercati provoca sulla capacità dei sistemi di regolazione di raggiungere i loro obiettivi di tutela.

Gli sforzi di convergenza dei sistemi di regolazione e di vigilanza nelle sedi di coordinamento internazionale trovano difficoltà nel governare interamente gli spazi della globalizzazione, sia per la presenza di Stati poco collaborativi sia, soprattutto, per le diversità strutturali negli assetti istituzionali e giuridici delle diverse aree.

Anche il processo di integrazione europea soffre in parte di queste difficoltà. Da un lato perché, in assenza di profonde modifiche istituzionali, il processo di uniformazione delle regole e degli *standard* di vigilanza resta complesso e faticoso; dall'altro, perché quanto più ha successo il processo di costruzione dello spazio finanziario europeo, tanto più cresce la sua integrazione internazionale e, con essa, il problema di governarne la globalizzazione.

L'integrazione rappresenta comunque l'unica strada percorribile per i Paesi europei, soprattutto per quelli, tra i quali l'Italia, che non hanno ancora una consolidata vocazione internazionale.

I risultati positivi già raggiunti nella creazione dello spazio economico europeo, grazie all'unificazione monetaria e all'introduzione dell'euro, e lo spontaneo evolversi delle condizioni di mercato verso il superamento delle dimensioni nazionali, hanno creato condizioni favorevoli per una maggiore integrazione.

La domanda e l'offerta di servizi finanziari stanno progressivamente assumendo caratteristiche e dimensioni adeguate al mercato unico e gli intermediari europei, pur con difficoltà, stanno sviluppando ipotesi di aggregazioni transfrontaliere.

L'integrazione del mercato europeo dovrebbe ridurre notevolmente la discrezionalità del legislatore e delle Autorità nazionali, sia perché il processo di convergenza e accentramento delle politiche di regolazione restringe le aree in cui è possibile applicare una regolamentazione nazionale non armonizzata, sia perché l'apertura delle frontiere espone i sistemi nazionali alla concorrenza tra ordinamenti, penalizzando quelli più onerosi e disallineati rispetto agli standard comuni.

Pur con questi vincoli, restano margini di discrezionalità e responsabilità per i regolatori nazionali che possono tener conto delle specificità strutturali dei sistemi finanziari nazionali e dell'esigenza di orientare l'evoluzione del mercato. Il processo di integrazione monetaria ha infatti ridotto la possibilità di usare le tradizionali leve della politica economica. Assume perciò maggiore rilevanza la politica normativa - con particolare riguardo agli indirizzi forniti con la definizione del sistema di regole e alla loro applicazione - che può avere rilevanti effetti sul sistema economico influenzando i costi e gli incentivi degli operatori, pur senza gravare il bilancio pubblico.

1.2 La regolamentazione europea e il coordinamento internazionale

L'evoluzione della regolamentazione europea e la nuova fase di "consolidamento" del programma europeo sui servizi finanziari.

Il Piano d'Azione Europeo per i Servizi Finanziari ha conseguito risultati importanti. Alla fine del 2005, cioè alla scadenza prevista per il completamento degli obiettivi del Piano, il 98 per cento delle misure programmate risulta realizzato. L'enfasi si va oggi spostando dalla produzione legislativa all'adequata attuazione delle nuove regole.

Il processo di regolamentazione in sede europea, nel 2005, si è concentrato principalmente sull'elaborazione delle misure di attuazione della direttiva sui Mercati di strumenti finanziari (MiFID⁸) e della direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti (cosiddetta direttiva *Transparency*⁹) e sull'introduzione della nuova direttiva in materia di revisione contabile, in fase di imminente e definitiva approvazione¹⁰.

Parallelamente alla realizzazione del Piano, iniziative significative sono state avviate in aree che presentano forti complementarità con la creazione del mercato unico dei servizi finanziari, come la *corporate governance* e il diritto societario, la lotta al crimine finanziario, i principi contabili e l'attività di revisione.

⁸ Direttiva 2004/39/CE

⁹ Direttiva 2004/109/CE

¹⁰ La nuova direttiva innova in modo sostanziale la materia della revisione contabile, finora disciplinata dalla direttiva 1984/253/CE.

La Commissione Europea, nell'annunciare le strategie future in materia di servizi finanziari per il prossimo quinquennio ha manifestato l'intenzione di voler privilegiare il consolidamento dei risultati raggiunti attraverso il Piano, limitando il ricorso a nuove misure legislative.

Le nuove misure normative che la Commissione Europea ha intenzione di presentare nel prossimo futuro riguardano gli operatori dei servizi di *post-trading*¹¹ e i fondi comuni di investimento. Per questi ultimi peraltro l'intervento dovrebbe essere di portata limitata in quanto la Commissione non intende porre mano a una revisione complessiva della normativa recentemente modificata ma non ancora pienamente attuata dagli Stati membri.

Nel settore del governo e del diritto societario, il documento di consultazione di recente pubblicato¹² dalla Commissione Europea ribadisce l'orientamento favorevole a contenere nuove iniziative normative, benché si avverta un'esigenza generale di maggiore convergenza dei sistemi nazionali.

La realizzazione di un mercato pienamente integrato, come annunciato dalla Commissione Europea e riconosciuto dal Consiglio di Lisbona, dipende principalmente dalla corretta attuazione della normativa comunitaria e dalla convergenza degli *standard* e delle prassi di vigilanza. Su questi ultimi aspetti si sta concentrando l'attività dei cosiddetti Comitati di livello 2 previsti dalla procedura Lamfalussy¹³.

A tal fine, assume particolare rilevanza l'attività di controllo sul recepimento delle norme europee negli ordinamenti nazionali. Il controllo della Commissione Europea è già in atto e prevede una verifica approfondita e puntuale delle modalità e dei contenuti delle misure di attuazione con l'obiettivo di assicurare la fedele trasposizione della normativa europea.

¹¹ Il Commissario al Mercato Interno ha recentemente annunciato (7 marzo 2006) l'intenzione di lanciare prima dell'estate iniziative in materia nel caso in cui il settore privato non sia in grado di risolvere i problemi identificati dalla Commissione medesima e che impediscono la realizzazione di un mercato europeo efficiente nel settore dei servizi di *post-trading*.

¹² *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU*, consultation paper del 20 dicembre 2005.

¹³ La procedura Lamfalussy prevede un'articolazione del processo legislativo e attuativo in quattro fasi (definiti livelli):
LIVELLO 1: approvazione di una regolamentazione di rango primario, adottata secondo le procedure legislative ordinarie dell'Unione Europea (proposta della Commissione e codecisione del Consiglio e del Parlamento), che contiene solo i principi generali della regolamentazione e definisce i poteri della Commissione nell'emanare misure attuative;

LIVELLO 2: emanazione delle misure attuative previste dal livello 1 da parte della Commissione Europea, sulla base di *Technical Advice* forniti dal Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) composto da rappresentanti delle Autorità di vigilanza nazionali e previa l'approvazione (con maggioranza qualificata) da parte dell'ECS (*European Securities Committee*) composto dai rappresentanti dei Governi di tutti i Paesi membri;

LIVELLO 3: rafforzamento della cooperazione e del collegamento fra Autorità di vigilanza e regolatori nazionali; il Cesr ha il compito di assicurare il recepimento e un'applicazione omogenea delle regole fissate ai primi due livelli, attraverso un'attività interpretativa, di raccomandazione e di persuasione e l'emanazione di linee guida e *standard* applicativi non vincolanti;

LIVELLO 4: controllo della Commissione Europea al fine di verificare la tempestiva ed efficace attuazione delle norme comunitarie nelle normative nazionali.

Il grande sforzo normativo compiuto a livello europeo ha comportato una forte armonizzazione dei mercati sul piano delle regole e una crescente integrazione sul piano dei comportamenti e delle strategie degli operatori, per i quali la dimensione continentale del mercato sta caratterizzando le nuove strategie competitive.

Il livello di armonizzazione è assai elevato per la normativa applicabile ai prestatori di servizi di investimento e di gestione del risparmio. Un buon grado di armonizzazione è presente anche per le regole applicabili agli emittenti in materia di informazione al pubblico e ai mercati regolamentati.

In tale quadro, risultano favoriti gli attori del mercato che possono avvalersi del principio del mutuo riconoscimento per raccogliere capitali o prestare servizi su base pan-europea, poiché tutti gli Stati europei debbono riconoscere il “passaporto” rilasciato dall’Autorità del Paese di origine.

Vi sono, tuttavia, ambiti importanti nei quali l’armonizzazione è ancora inadeguata. Tra essi, la regolamentazione del mercato del controllo societario.

Rilevano, a questo proposito, due ordini di misure. Da un lato vi è la normativa applicabile alle Offerte pubbliche di acquisto (Opa) su imprese con titoli negoziati sui mercati regolamentati dettata dalla direttiva 2004/25/CE. Dall’altro lato vi è la normativa settoriale applicabile alle acquisizioni di controllo in intermediari autorizzati (banche, assicurazioni, imprese di investimento): le due normative, nel caso di intermediari quotati, si sovrappongono e rendono complesso il trasferimento del controllo.

All’approssimarsi della scadenza per il recepimento della direttiva Opa (20 maggio 2006) vengono in evidenza gli effetti negativi che la direttiva, pur se concepita per favorire un mercato europeo del controllo societario, potrebbe provocare. Ciò potrebbe indurre i legislatori nazionali a introdurre misure difensive in caso di Opa ostili.

Per quanto riguarda i trasferimenti del controllo degli intermediari, le recenti vicende che hanno interessato, particolarmente in Italia, il settore del credito, hanno posto in evidenza la rilevanza della discrezionalità delle Autorità di vigilanza prudenziali nella valutazione dei potenziali acquirenti.

Le istituzioni comunitarie, e in particolare la Commissione Europea hanno intrapreso iniziative volte a modificare le norme in materia di acquisizione di partecipazioni rilevanti e/o di controllo di banche, imprese di investimento e assicurazioni contenute nelle direttive di settore¹⁴.

L’obiettivo di tali possibili modifiche è di restringere la discrezionalità delle Autorità nazionali nel valutare l’idoneità del potenziale acquirente, introducendo tra l’altro termini perentori, entro i quali le Autorità nazionali debbono pronunciarsi, norme di trasparenza per il procedimento autorizzatorio e criteri standardizzati per la valutazione dei requisiti patrimoniali dei soggetti coinvolti.

¹⁴ In particolare la modifica dell’art. 16 della direttiva Bancaria 2001/12/CE.