

La direttiva sull'Opa comunitaria è il punto di arrivo di un lungo dibattito e di un complesso lavoro normativo, dovuto alla difficoltà di arrivare a una completa armonizzazione della materia, che rappresentava una delle priorità del Piano d'Azione per i servizi finanziari, in ragione delle diverse esigenze e delle forti differenze tra le normative nazionali degli Stati membri.

L'impossibilità di pervenire all'armonizzazione normativa in materia, testimoniata dalla bocciatura nel 2001 da parte del Parlamento Europeo della prima proposta di direttiva, nonché dalle molteplici frizioni createsi nell'ambito della negoziazione del testo, ha indotto il legislatore comunitario ad adottare una normativa-quadro che si limitasse a individuare alcuni principi comuni in materia di Opa. Il raggiungimento del compromesso che ha permesso alla direttiva di essere adottata, è stato infatti possibile soltanto attraverso l'inserimento di diverse clausole opzionali, che lasciano ampi margini di discrezionalità agli Stati membri, in particolare in materia di tecniche di difesa (artt. 9 e 11⁴⁷), e la previsione della ulteriore facoltà di subordinare l'applicazione delle regole sulle tecniche di difesa eventualmente adottate al principio di reciprocità.

La scelta di optare per una direttiva "minimalista" non ha permesso di realizzare una omogeneizzazione delle "regole del gioco" (il cosiddetto "*level playing field*") nei trasferimenti del controllo delle società quotate europee, funzionale alla creazione di un mercato europeo del controllo societario.

Si è rinunciato a un alto livello di convergenza in un settore strategico per la creazione di operatori paneuropei, lasciando sostanzialmente agli Stati membri ampia discrezionalità nell'introdurre misure anti-scalata. Con ciò incentivando e non minimizzando la frammentazione delle regole che governano il mercato del controllo societario a livello europeo.

Solo quando sarà attuata da tutti i Paesi la disciplina di recepimento si potrà verificare il grado di apertura dei legislatori nazionali e il livello di contendibilità delle società sul mercato unico, anche se in molti Paesi europei, anche sulla spinta di recenti vicende che testimoniano una crescita della propensione a realizzare operazioni di acquisizione su base transfrontaliera, sembrano delinearsi scelte orientate in modo non coerente con l'obiettivo di apertura e di armonizzazione del mercato.

Delle diverse esigenze che in tale quadro emergono dovrà tenere conto il legislatore italiano nel recepire la direttiva nel nostro ordinamento.

Il recepimento della direttiva impone l'adozione nella normativa nazionale di scelte già definite a livello comunitario (quale, ad esempio, quella della definizione del prezzo dell'offerta quale prezzo più elevato pagato in un certo lasso di tempo antecedente all'offerta) che andranno

⁴⁷ L'art. 9, par. 2 e 3 prevede la regola di neutralità dell'organo di amministrazione in presenza di Opa (analogo all'attuale art. 104 del Tuf); l'art. 11 prevede forme di decadenza dei limiti al possesso azionario e all'esercizio del diritto di voto (siano essi statutari ovvero derivanti da vincoli parasociali) nella medesima circostanza.

inevitabilmente a modificare, anche in termini sostanziali, la normativa Opa attualmente vigente in Italia.

L'aspetto tuttavia più critico nel recepimento della direttiva è quello dell'esercizio delle scelte che vengono affidate al legislatore nazionale, tra le quali le soglie di rilevanza per l'obbligo di Opa, l'adozione o meno dell'obbligo di approvazione assembleare per l'adozione di misure difensive in corso d'Opa (cosiddetta *passivity rule*), della neutralizzazione delle tecniche difensive e della regola di reciprocità, nonché la previsione di poteri discrezionali per la Consob in materia di aggiustamento del prezzo equo. Le scelte effettuate incideranno sul mercato del controllo societario in Italia, sia in termini di contendibilità che in termini di posizionamento delle società italiane in un panorama internazionale.

L'attuale impianto normativo è stato costruito con un forte orientamento alla tutela degli investitori e alla valorizzazione della contendibilità delle società quotate, contribuendo, da un lato, a rendere il mercato italiano dinamico e aperto ai cambiamenti del controllo e, dall'altro, a garantire l'esercizio dei diritti decisionali e patrimoniali da parte degli azionisti di minoranza.

La tutela della contendibilità del controllo si basa principalmente sull'obbligo di autorizzazione assembleare per l'adozione di tecniche di difesa (confronta l'art. 104 del Tuf) e sulla possibilità di recesso senza preavviso dai patti di sindacato in presenza di determinate fattispecie di Opa (cfr. art. 123, comma 3, del Tuf). Forme di decadenza dei limiti statuari al possesso azionario sono altresì presenti per le società privatizzate (cfr. art. 3, comma 3, della legge sulle privatizzazioni n. 474/94).

Nel corso del 2005 la Consob ha fornito alcune prime indicazioni al Ministero dell'Economia e delle Finanze, come contributo alla stesura della normativa nazionale che recepisce la direttiva Opa.

Le considerazioni formulate, in linea con quelle avanzate nel corso della definizione della normativa comunitaria, sono orientate al perseguimento degli obiettivi di tutela degli investitori e dell'efficienza e della trasparenza del mercato del controllo societario che il Tuf assegna alla Consob per l'esercizio dei propri poteri in materia di emittenti, e tengono conto dell'esperienza operativa maturata nei 7 anni di applicazione del Tuf.

Coerentemente con tali parametri di valutazione, la Consob ha rappresentato l'opportunità di perseguire una linea di continuità con le scelte effettuate dal legislatore del Tuf. Dei principi fondamentali dell'attuale normativa si dovrebbe tenere conto nell'utilizzo dei margini di discrezionalità che la direttiva assegna ai legislatori nazionali, pur nell'ambito della più complessa visione che compete agli organi che svolgono compiti di indirizzo politico.

In tale quadro, è stata indicata l'opportunità di mantenere obbligatoria e non opzionale l'attuale disciplina italiana sull'uso degli strumenti di difesa.

Il mantenimento della previsione legislativa dell'obbligatoria autorizzazione assembleare all'adozione delle tecniche di difesa, non derogabile statutariamente, potrebbe peraltro essere accompagnato dall'abrogazione del *quorum* speciale per le deliberazioni dell'assemblea, attualmente fissato al 30 per cento. Tale previsione potrebbe infatti rivelarsi un elemento di eccessiva rigidità in contesti caratterizzati da elevata frammentazione della proprietà e da elevate dimensioni delle società.

Nell'ottica sopra delineata, appare altresì rilevante il mantenimento della previsione legislativa, attualmente contenuta nell'art. 123, comma 3 del Tuf che dispone la possibilità di recesso *ad nutum* dai patti parasociali in caso di Opa. Anche tale previsione, che lascia in sostanza liberi gli azionisti sindacati di valutare la convenienza e l'opportunità di aderire a un'Opa, è evidentemente volta a un più fluido ricambio del controllo.

È stato anche indicato che potrebbe non essere opportuno estendere l'applicazione della regola di neutralizzazione prevista dall'art. 11 della direttiva a situazioni diverse da quelle del citato art. 123 comma 3, che hanno scarsa rilevanza nel mercato italiano e alla luce delle difficoltà applicative che tale disposizione comporterebbe, ad esempio nella determinazione dell'equo indennizzo ai titolari dei diritti resi inefficaci.

Attenta valutazione deve anche essere effettuata con riferimento all'adozione della clausola di reciprocità, sia in via legislativa che in via statutaria.

La condizione posta per l'adozione di tale clausola, ossia l'assenza nella società offerente di una disciplina delle misure difensive in linea con quelle previste nella società oggetto dell'offerta, non sembra rilevante ai fini della tutela degli interessi degli azionisti di quest'ultima società, che dovrebbero comunque essere messi in condizione di valutare la convenienza dell'offerta e l'adozione di eventuali misure difensive. Le differenze nel grado di contendibilità tra società offerente e società oggetto dell'offerta possono peraltro derivare da altre caratteristiche della società offerente (quali la non quotazione, la presenza di azionisti di controllo, la natura cooperativa, ecc.) non riconducibili alla disciplina delle misure difensive.

Anche qualora il principio della reciprocità fosse introdotto in via statutaria, tale decisione sarebbe prevalentemente dipendente dalla volontà di difesa degli azionisti di riferimento eventualmente presenti, a meno di prevedere anche in questo caso che le deliberazioni siano adottate dai soli azionisti di minoranza.

Inoltre, l'adozione del principio di reciprocità, sia se questa è prevista a livello legislativo sia a maggior ragione se è adottata statutariamente, pone rilevanti problemi applicativi della disciplina delle misure difensive. Infatti, allo stato attuale della normativa europea, rimangono profonde incertezze in merito all'ambito di applicazione di tale clausola, e in particolare se e a quali condizioni sia applicabile anche nei confronti di società della stessa nazionalità della società oggetto

dell'offerta o nei confronti di società extra-europee, e alle procedure di applicazione e di risoluzione di eventuali controversie.

3. *L'intermediazione del risparmio e la struttura dei mercati nel quadro della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID)*

3.1 L'evoluzione dell'industria dell'intermediazione mobiliare.

La struttura dell'industria dei servizi di intermediazione mobiliare in Italia sarà interessata nei prossimi anni da profondi mutamenti del contesto competitivo internazionale e del quadro normativo soprattutto di matrice europea.

La riforma della disciplina dei servizi di investimento, introdotta dalla nuova direttiva di settore 2004/39/CE (MiFID), è il risultato della volontà del legislatore comunitario di armonizzare in modo più completo le regole dei diversi Paesi europei e riflette tendenze che, in ambito soprattutto internazionale, l'industria aveva già manifestato.

In tale ottica, la riforma contribuirà in modo sensibile a orientare le scelte strategiche degli intermediari, da cui dipendono la capacità di competere a livello nazionale e internazionale.

Tra le innovazioni apportate dalla nuova disciplina comunitaria almeno due assumono particolare rilevanza:

- l'attenuazione dei doveri, in capo agli intermediari, di valutazione dell'adeguatezza (*suitability*) delle operazioni dei propri clienti, cui fa da parziale "contrappeso" l'elevazione a "servizio di investimento" del servizio di consulenza, anche se incidentale;
- il venir meno della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, con la conseguente piena concorrenza fra diverse modalità di negoziazione, fra le quali è da comprendere anche la cosiddetta "internalizzazione" degli ordini da parte dell'intermediario.

Nella vigenza della precedente direttiva comunitaria di riferimento (n. 93/22/CEE, cosiddetta ISD) la necessità di conoscere il proprio cliente al fine di poterne valutare l'adeguatezza degli investimenti è principio sostanzialmente inderogabile e valido non solo per il servizio di gestione individuale ma anche per i servizi del risparmio "amministrato" quali la negoziazione e la raccolta ordini. Con la MiFID, si apre la possibilità alle imprese di fornire, a certe e definite condizioni, un servizio di negoziazione o di raccolta ordini per il quale non è necessario conoscere il proprio cliente e non è quindi richiesto formulare valutazioni di "adeguatezza" delle operazioni disposte dallo stesso investitore (servizi di *execution only*).

Si tratta per l'intermediario di offrire nuove modalità di prestazione di servizi a basso valore aggiunto, nelle quali l'intermediario non fornisce una componente fino a oggi indefettibile della propria prestazione consistente nella valutazione di conformità degli investimenti al profilo del risparmiatore. Lo sviluppo di tali servizi determinerà una spinta a una forte concentrazione del mercato, in quanto la concorrenza nella loro fornitura dipende essenzialmente dalla velocità di esecuzione degli ordini e dalla scelta delle migliori piattaforme di esecuzione, elementi che richiedono rilevanti investimenti in tecnologia e sono favoriti da alti volumi di intermediazione.

D'altra parte, la direttiva eleva a servizio di investimento l'attività di consulenza entro la quale è ricondotta anche l'attività di orientamento incidentale, su singole operazioni, fornita al cliente.

Si focalizza, quindi, nel servizio di consulenza la componente più attiva, a maggiore valore aggiunto, e professionalmente qualificante dell'attività dell'intermediario. Nell'esercizio del servizio di consulenza l'impresa dovrà certamente e pienamente conoscere il proprio cliente e indirizzarlo, per definizione, a operazioni per lui adeguate.

Tale scenario è di rilevante impatto specie per il mercato italiano nel quale le famiglie detengono in misura significativa strumenti di "investimento diretto" (azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari di un singolo emittente) ma non anche "indiretto" (quote di fondi comuni) o comunque mediato da investitori professionali (gestioni individuali). Nel nostro sistema è infatti tuttora significativa, specie se rapportata a realtà di altri Paesi dell'Unione Europea, la quota del risparmio cosiddetto "amministrato", che cioè fa ricorso ai servizi di negoziazione e raccolta ordini degli intermediari rispetto a quello "gestito", nel quale le scelte di investimento e disinvestimento per conto del risparmiatore sono rimesse alla discrezionalità, come indirizzata nel contratto, dell'intermediario.

Per gli investitori emerge una maggiore esigenza di "cultura finanziaria", rispetto alla quale gli intermediari innanzitutto, ma anche le Associazioni degli operatori, quelle dei consumatori e le stesse Autorità di vigilanza, dovranno fornire strumenti di *investor education* volti innanzitutto a rendere ben chiaro che per i servizi del "risparmio amministrato" la prestazione della controparte potrebbe essere assai ridotta rispetto a quella cui fino a oggi per legge erano tenuti gli intermediari.

La piena consapevolezza del nuovo quadro di riferimento nel quale si troveranno a operare gli investitori potrebbe essere resa ulteriormente difficile se si considera che scelte recenti del legislatore nazionale si sono (in via divergente rispetto alle soluzioni comunitarie all'orizzonte) indirizzate nel senso di una ulteriore e più marcata enfattizzazione dei doveri dell'intermediario di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti e di informativa sul grado di rischio degli strumenti finanziari trattati.

Per le imprese di investimento, si pone il problema di valutare pro e contro delle diverse opzioni operative che il quadro normativo offre, al fine di disegnare strategie di offerta di servizi

che ne consentano, anche nel medio termine, una permanenza sul mercato dinnanzi alla concorrenza internazionale. In tale processo, occorrerà in particolare avere presente che servizi a basso valore aggiunto richiedono e consentono basse commissioni da addebitare ai clienti.

Appare pur possibile che un'opzione diversa sia percorsa dall'industria. Vale a dire offrire, in abbinamento ai servizi di negoziazione o di raccolta ordini, forme di consulenza, anche "incidentale" sulla singola operazione, che prospetterebbero attività a maggior valore aggiunto, in presenza delle quali, il conoscere il proprio cliente e il valutarne l'adeguatezza degli investimenti, prima ancora che essere doveri indefettibili recati dalla relativa disciplina, costituirebbero tratti caratteristici della prestazione fornita e remunerata.

Certamente fornire consulenza presuppone coerenti scelte organizzative e di investimento, anche nella dotazione di sistemi informatici, da parte delle imprese di investimento al fine di conoscere in tempo reale, e nel modo più analitico, i propri clienti e i relativi bisogni e, nello stesso tempo, gli strumenti finanziari offerti dal mercato.

L'industria italiana dell'intermediazione è nelle condizioni di raccogliere la nuova sfida e in tal senso possono leggersi recenti iniziative di importanti operatori, nel quadro anche degli opportuni impulsi delle Associazioni di categoria, di investire significativamente nella qualità delle informazioni da fornire al cliente su natura e rischi delle singole operazioni, al fine di orientarne o condividerne le scelte nel modo più consapevole.

L'altro elemento innovativo derivante dalla normativa europea che è in grado di incidere significativamente sugli assetti del settore dell'intermediazione mobiliare deriva dal venir meno della concentrazione obbligatoria degli scambi, su titoli quotati, nei mercati regolamentati. Si determina, in tal modo, una accentuata concorrenza fra diverse tipologie di modalità di negoziazione, nella quale il dovere degli intermediari di assicurare le condizioni di "migliore esecuzione" degli ordini (*best execution*), assume rilevanza come elemento del confronto fra le diverse sedi di esecuzione degli ordini.

La riforma, può essere letta sotto una duplice chiave:

- la configurazione, per i negozianti, di un nuovo segmento di attività costituito dalla possibilità di internalizzare sistematicamente ordini su titoli pur quotati;
- la ritrovata centralità della regola di *best execution* specie per il mercato nazionale che ha fino a ora convissuto con la presunzione di "migliore esecuzione" per tutti gli ordini veicolati sui mercati regolamentati.

Internalizzatore è, secondo le definizioni dettate dalla MiFID, l'intermediario che "*negozia per conto proprio, eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione*".

Per svolgere con efficienza tale tipo di attività, sono necessari investimenti in tecnologia e alti volumi di intermediazione al fine di garantire liquidità e competitività alle proprie “quotazioni”. Lo specifico segmento di mercato registra alti costi di accesso e necessità di confrontarsi con competitori, in ambito almeno europeo, già da tempo operativi.

Si delinea il proseguimento del processo di integrazione, nell’ambito del mercato unico europeo, che può ulteriormente indurre i principali gruppi finanziari internazionali ad accentrare le proprie unità di negoziazione presso la piazza londinese, mantenendo in Italia strutture dedicate alla sola commercializzazione del servizio.

Quanto alla ritrovata centralità della regola di *best execution*, si osserva che certamente la stessa determina un “costo” per le imprese di investimento e la necessità di realizzare investimenti, posto che impone ai negoziatori (ma anche ai raccoglitori ordini e ai gestori) di dotarsi di procedure idonee a indirizzare gli ordini nelle migliori sedi di esecuzione (in termini non solo di prezzi esposti).

Peraltro, il migliore rispetto delle norme di condotta, oltre che come un costo, può essere visto dagli intermediari come un’area su cui sviluppare la propria capacità competitiva, potendo e dovendo divenire terreno sul quale misurare l’efficienza e la capacità competitiva dell’impresa.

In un mercato efficiente, la migliore predisposizione di procedure capaci di interrogare una pluralità di sedi di esecuzione degli ordini rilevanti al fine di individuare quella migliore nell’interesse del cliente, diviene fattore di affermazione, in grado di contribuire significativamente alla qualificazione dell’attività di intermediazione dell’impresa.

Anche sotto questo profilo, la crescita di cultura finanziaria e di consapevolezza degli investitori è fondamentale, affinché gli stessi possano orientare la scelta del proprio intermediario negoziatore, tenendo conto dell’ammontare delle commissioni richieste, ma anche dell’effettivo contenuto della prestazione che potrà essere loro fornita.

3.2 La trasparenza delle negoziazioni

Il venire meno della centralità dei mercati tradizionalmente intesi, in conseguenza dell’apertura dei sistemi di negoziazione alla competizione tra diverse piattaforme e modalità di negoziazione, influenzerà profondamente gli assetti dei sistemi di negoziazione.

Lo sviluppo delle tecnologie informatiche e telematiche ha favorito infatti una diversificazione delle piattaforme e delle modalità con le quali vengono realizzate le negoziazioni di strumenti finanziari.

Il processo è in accelerazione soprattutto in ambito europeo, in conseguenza dell’approccio adottato dalla direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID), che favorisce la competizione

tra diverse strutture di intermediazione mobiliare, che vedono affiancarsi ai mercati regolamentati i sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral Trading Facilities* – MTF) e l'attività di internalizzazione svolta dagli intermediari.

In tale contesto, non devono essere sottovalutati i rischi di arbitraggi regolamentari che possono derivare da una disomogeneità sostanziale dei regimi regolamentari che si applicano ai diversi sistemi. Tali rischi assumono particolare rilievo nell'area della trasparenza delle negoziazioni, la cui disciplina ha impatto significativo sull'efficienza dei mercati, sul regolare andamento delle negoziazioni e sulla tutela dell'investitore.

Ai fini di una corretta definizione e di una effettiva applicazione del regime di trasparenza delineato nella MiFID, le disposizioni tecniche di attuazione, in corso di definizione a livello 2 della procedura Lamfalussy, rappresentano un nodo cruciale.

In relazione al regime di trasparenza, vi sono aree nelle quali le scelte – talvolta già effettuate nella direttiva, in altri casi rimesse alla discrezionalità degli Stati membri – assumono particolare rilevanza per i costi e benefici connessi con l'adozione di un determinato regime.

L'evoluzione del contesto nel quale gli intermediari negoziatori si troveranno a operare cambierà radicalmente e l'ambito regolamentare di riferimento, così come delineato nella direttiva, comporterà una maggiore opacità. Infatti, la trasparenza pre-negoziazione (*pre-trade*) – considerata dalla stessa direttiva un fattore di unificazione – subisce molte e importanti eccezioni.

Un primo fattore di opacità deriva dal fatto che il regime di trasparenza previsto dalla direttiva riguarda solo le azioni e, nell'ambito di queste, solo quelle ammesse alle negoziazioni sui mercati regolamentati. Ne deriva che non vi sono obblighi di trasparenza su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione sui mercati regolamentati.

Inoltre sono previste esenzioni agli obblighi di trasparenza per le negoziazioni su “blocchi” di azioni, al fine di limitare i rischi affrontati dagli operatori che danno liquidità al mercato operando in conto proprio. A tal fine, assume notevole importanza la concreta individuazione delle soglie, al di sopra della quale un ordine o una transazione deve essere considerata di dimensioni “elevate se raffrontate con la normale operatività del mercato”.

Un'ulteriore area di opacità deriva dal fatto che il regime di trasparenza al quale gli internalizzatori sistematici devono sottostare trova applicazione esclusivamente in relazione a ordini di importo non superiore alla “dimensione standard del mercato” e solo in relazione ad azioni liquide.

Gli internalizzatori sistematici, quando negoziano quantitativi fino alla dimensione standard del mercato, sono tenuti a pubblicare quotazioni irrevocabili per le azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati per le quali esiste un mercato liquido. Nel caso di azioni per le quali non esiste un mercato liquido, gli internalizzatori sistematici sono invece tenuti a comunicare le loro quotazioni alla clientela su richiesta, mentre sono esentati del tutto dall'obbligo di pubblicazione di

quotazioni irrevocabili se negoziano solo quantitativi al di sopra delle dimensioni standard del mercato.

Sono quindi decisive le scelte in merito ai criteri di individuazione della dimensione standard del mercato e dei titoli liquidi. La decisione della Commissione Europea di applicare il calcolo per la definizione di dimensione standard del mercato alle transazioni e non agli ordini, come invece aveva suggerito il Cesr, comporta l'individuazione di soglie più basse e quindi un ampliamento delle aree di opacità.

Nella direttiva viene inoltre codificata e disciplinata la procedura di miglioramento delle condizioni di prezzo rispetto a quello quotato al momento in cui ricevono l'ordine (*price improvement*), che gli internalizzatori sistematici possono praticare nei confronti della clientela professionale. Tale procedura può essere adottata "in casi giustificati, a patto che il prezzo rientri in una forbice pubblicata prossima alle condizioni di mercato e gli ordini siano di dimensioni superiori a quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio".

Tale aspetto riveste carattere cruciale in considerazione del fatto che più ampio è l'intervallo di valori delle transazioni per il quale il *price improvement* è accettato, minore è il grado di "affidabilità" delle quote rese pubbliche dagli internalizzatori sistematici e, quindi, minore è il valore informativo dei prezzi esposti.

La direttiva MiFID introduce inoltre un elemento di flessibilità per gli Stati membri in relazione alla possibilità offerta di "estendere gli obblighi di trasparenza pre e post negoziazione anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni" (Considerando 46).

Dopo un intenso dibattito, la MiFID ha escluso il mercato obbligazionario dal suo campo di applicazione, lasciando agli Stati membri ogni discrezionalità nel provvedervi. La scelta riveste carattere cruciale soprattutto in considerazione dell'impatto che può avere l'adozione isolata (non perseguita anche da altri Stati membri) da parte dell'Italia di un regime di trasparenza per le obbligazioni.

La dimensione quantitativa del fenomeno, le problematiche evidenziate nel processo di formazione dei prezzi rendono evidente la necessità di seguire con particolare attenzione il fenomeno. Nonostante le caratteristiche del mercato obbligazionario siano strutturalmente diverse da quello azionario, certamente si è persa un'occasione importante per ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e rendere anche tale mercato trasparente. Elementi ricavati dalla concreta osservazione e analisi dei mercati obbligazionari avrebbero dovuto costituire ragioni almeno sufficienti alla previsione di un regime di trasparenza che, anche se non uguale a quello previsto per le azioni, consentisse di puntare all'acquisizione di maggiori informazioni e, per questa via, a una maggiore conoscenza del mondo delle obbligazioni.

4. I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso

4.1 I rapporti con l'Autorità Giudiziaria

Nello svolgimento della propria attività istituzionale la Consob intrattiene frequenti rapporti di collaborazione di tipo informativo con l'Autorità Giudiziaria in relazione a ipotesi di possibile rilievo penale.

In particolare, il Presidente della Consob inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una "segnalazione" corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie penalmente rilevanti.

Tale attività di segnalazione (svolta ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p.⁴⁸) riguarda sia reati di tipo comune, quali ad esempio reati contro il patrimonio, sia reati che afferiscono più specificamente al settore di attività della Consob.

Nel corso del 2005 la Consob ha trasmesso 69 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate. Tali segnalazioni hanno riguardato in massima parte ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (*i.e.* appropriazione indebita e truffa): si tratta prevalentemente di condotte rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari. Nell'esercizio delle funzioni di vigilanza sono altresì emerse violazioni della normativa del Tuf in materia di abusivismo, oltre che violazioni dell'art. 2621 c.c., in materia di false comunicazioni sociali.

L'attività di supporto all'Autorità Giudiziaria, che si esplica anche nell'ambito di indagini penali già in corso, ha continuato a svolgersi nell'anno trascorso attraverso la consueta collaborazione in ordine alle numerose richieste di dati e notizie formulate dalla medesima Autorità Giudiziaria ovvero da organi di polizia giudiziaria da essa delegati.

Tali richieste (in totale 112) hanno riguardato sia l'acquisizione di dati concernenti i soggetti sottoposti alla vigilanza della Commissione, sia più specificamente documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell'Istituto nell'esercizio delle proprie funzioni. E' risultato, inoltre, crescente, il numero di funzionari della Consob sentiti dall'Autorità Giudiziaria penale quali persone informate sui fatti oggetto delle indagini.

Nell'ambito dell'attività di segnalazione di ipotesi penalmente rilevanti un ruolo particolare viene assunto dalla Consob con riferimento alle denunce aventi a oggetto i reati di abuso di

⁴⁸ Ai sensi del quale "i pubblici ufficiali che nell'esercizio o a causa delle loro funzioni ... hanno notizia di un reato perseguibile di ufficio, devono farne denuncia per iscritto, anche quando non sia individuata la persona alla quale il reato è attribuito".

informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Nello scorso anno, sono state inoltrate complessivamente 4 segnalazioni di ipotesi penalmente rilevanti (2 per abuso di informazioni privilegiate – uno dei quali nello schema operativo del *front running* – e 2 per manipolazione, operativa e informativa).

In tale contesto, già l'art. 185 del Tuf attribuiva alla Consob potestà di accertamento delle ipotesi di reato, mediante l'esercizio degli specifici poteri a essa attribuiti nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza, nonché nei confronti di "chiunque" fosse informato sui fatti oggetto di indagine. Terminati gli accertamenti, il Presidente della Consob trasmetteva al Pubblico Ministero, corredata da una relazione, la documentazione raccolta (art. 186 del Tuf).

Tale ruolo di collaborazione informativa tra l'Autorità di vigilanza e l'Autorità Giudiziaria risulta ora rafforzato dalle recenti modifiche apportate al Tuf dalla legge 18 aprile 2005, n. 62 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - Legge comunitaria 2004).

In tale prospettiva, infatti, l'art. 187-*decies*, comma 3, del Tuf (ai sensi del quale, "*La Consob e l'Autorità Giudiziaria collaborano fra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni - in materia di insider trading e manipolazione - anche quando queste non costituiscono reato*") non solo ha espressamente confermato l'attività di collaborazione informativa svolta dalla Consob nei confronti delle Procure interessate da indagini relative a soggetti sottoposti alla vigilanza della Commissione, ma ha ampliato l'ambito di tale attività prevedendo una collaborazione biunivoca e dunque paritaria con l'Autorità Giudiziaria, la quale ora fornisce informazioni, su richiesta o di propria iniziativa, all'Organo di controllo per le finalità indicate dalla norma.

La norma sopra citata riconosce dunque all'Autorità amministrativa una posizione di specularità rispetto a quella giudiziaria, delineando il perimetro operativo di ciascuna Autorità e codificando un principio di reciproca collaborazione; e ciò, non solo (come in passato) per la repressione degli illeciti penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa in materia di abusi di mercato in ordine ai quali il nuovo Testo unico della finanza (articoli 187-*septies* e 195, come novellati dalla legge n. 62 del 2005) conferisce alla Consob una autonoma potestà sanzionatoria.

In tale prospettiva, assume particolare rilievo la circostanza che l'art. 187-*decies*, comma 3, del Tuf ha già trovato concreta applicazione proprio in occasione dello svolgimento delle indagini, tuttora in corso, relative alle delicate vicende societarie "Antonveneta", "Bnl/Unipol", "Rcs" e "Fiat" che si sono sviluppate durante l'anno trascorso e che hanno impegnato gli Uffici della Commissione in un'intensa attività di collaborazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

4.2 Il contenzioso

L'intervento della Consob nei procedimenti penali e il contenzioso civile

La Consob nel corso del 2005 si è costituita parte civile in diversi procedimenti penali per *insider trading*, aggio e ostacolo all'attività di vigilanza.

Come noto, ai sensi del previgente art. 187 del d. lgs. n. 58/1998 la Consob, nei procedimenti penali per *insider trading* e aggio, esercitava i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato. Il nuovo art. 187-undecies (introdotto dalla citata legge n. 62/2005), nel confermare, al comma 1, la suddetta facoltà, ha, altresì, previsto espressamente (comma 2) la facoltà della Consob di costituirsi parte civile nei relativi procedimenti penali. *In parte qua*, la disposizione ha, peraltro, portata ricognitiva di una facoltà discendente dall'applicazione del principio generale ex artt. 185 c.p. e 74 c.p.p. Di carattere innovativo è, per contro, la seconda parte della norma, che ha introdotto speciali criteri di determinazione del danno: *“tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato”*.

La legittimazione della Consob a costituirsi parte civile ha ricevuto peraltro espresso riconoscimento da parte della giurisprudenza⁴⁹.

Al fine istituzionale di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato, nel corso del 2005 la Consob si è costituita parte civile in 8 nuovi procedimenti penali per *insider trading* (n. 3) e aggio (n. 5), mentre in un caso, ove è stata configurata un'ipotesi di violazione dell'art. 180, comma 2, del Tuf, successivamente depenalizzato per effetto della legge n. 62/2005, la Consob ha presenziato come ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato. Nella maggior parte di detti procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di vigilanza svolta.

Il 27 marzo 2006, il Tribunale di Milano (sez. III penale) nel disporre la condanna nei confronti di un soggetto imputato del delitto di aggio, già previsto dall'art. 181 e ora dall'art. 185 del Tuf, ha riconosciuto alla Consob, costituitasi parte civile, il risarcimento dei danni patrimoniali, da liquidare in separato giudizio, nonché i danni non patrimoniali derivanti dalla lesione dell'interesse all'integrità del mercato, di cui la stessa è istituzionalmente referente, nella misura di 30.000 euro. Si tratta del primo giudizio giunto a conclusione tra quelli per abusi di

⁴⁹ Da ultimo, il Tribunale di Milano ha infatti affermato che “La norma di cui all'art. 2637 c.c. è posta a tutela della regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e, quindi, della regolarità dell'andamento dei mercati finanziari e a tutela della stabilità del sistema bancario. Tenuto conto che la Consob è preposta alla tutela degli interessi del pubblico risparmio nel settore del mercato finanziario è ipotizzabile che, ove siano posti in essere comportamenti volti, mediante le modalità di cui all'art. 2637 c.c., a turbare o alterare la regolarità del mercato finanziario, la sussistenza di danno in capo alla Commissione” (ordinanza del 25 gennaio 2005, resa nell'ambito del processo “Parmalat”). Tale impostazione è stata sostanzialmente confermata dal Tribunale di Milano con successive ordinanze rese in data 21 settembre e 19 dicembre 2005, nonché dal Tribunale di Brescia con ordinanza del 3 marzo 2005.

mercato in cui la Consob si è costituita parte civile e si tratta altresì della prima volta in cui un Tribunale ha ravvisato la sussistenza di un danno, cagionato dalle stesse condotte di abuso, e ha conseguentemente attribuito alla Consob il diritto al relativo risarcimento.

Nel corso del 2005, la Consob si è costituita parte civile anche nell'ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di due ex-revisori del Gruppo Parmalat che avevano richiesto procedersi con giudizio immediato. Detto processo è confluito nel processo "Parmalat" – in cui la Consob è ugualmente costituita parte civile - in fase dibattimentale.

La Consob è stata interessata in questi ultimi anni da un numero crescente di richieste di risarcimento, soprattutto da parte di gruppi di risparmiatori o di associazioni di consumatori, in relazione a vicende che hanno comportato rilevanti perdite per i risparmiatori. Numerose richieste di risarcimento sono state avanzate in relazione a fenomeni di vendita da parte degli intermediari alla clientela di strumenti finanziari emessi da società successivamente colpite da situazioni di dissesto.

In tale materia, degne di nota sono le sentenze (27) che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni risparmiatori, acquirenti di obbligazioni "Cirio" e "Argentina".

Nella maggior parte delle sentenze emesse è stata accertata la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna al risarcimento dei danni nei confronti degli aventi diritto. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state tutte respinte, attesa la dichiarata insussistenza - nel merito - di profili di responsabilità (extracontrattuale) dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, non essendo stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Le suddette sentenze hanno chiarito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di controllo sul flusso indifferenziato di informazioni destinate agli investitori. Ciò in quanto, ai sensi della specifica disciplina, le norme attributive dei poteri della Consob hanno come destinatari immediati i soggetti abilitati⁵⁰.

⁵⁰ Le sentenze hanno chiarito che: "Non è rinvenibile nel Tuf, né potrebbe ritenersi in concreto esigibile, alcun obbligo a carico della Consob di generale e costante informazione (diretta al pubblico indifferenziato degli investitori) in merito all'andamento dei mercati finanziari e, specificamente, in merito alle variazioni del rischio sistematico e specifico riferito ai singoli prodotti finanziari". Inoltre: "... la tutela degli interessi degli investitori costituisce l'obiettivo finale cui deve tendere l'esercizio delle competenze amministrative di vigilanza e ispezione, che hanno invece come destinataria prima e diretta l'attività dei soggetti abilitati. Ne consegue che l'asserito illecito omissivo ascritto alla Consob ... non può essere genericamente desunto dal predetto obiettivo finale, ma deve essere individuato in relazione alla specifica norma attributiva della competenza" (confronta sentenze Tribunale di Roma nn. 14516 e 15196).

Sempre con riguardo alla verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto, nel corso del 2005 la Consob ha proposto appello avverso la sentenza del Tribunale di Roma n. 34309 del 14 dicembre 2004, con cui l'Istituto era stato condannato al pagamento, a favore di un gruppo di risparmiatori, di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno conseguente per omessa attività di controllo su una società di intermediazione mobiliare.

A fine 2005 risultava pendente, presso la medesima Corte di Appello di Roma, un giudizio relativo all'impugnativa di altra sentenza che ha, parimenti, disposto la condanna dell'Istituto al risarcimento dei danni occorsi a un gruppo di risparmiatori e conseguenti all'omessa attività di controllo su un gruppo di società, di cui solo alcune autorizzate allo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare e altre, viceversa, operanti in via abusiva.

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Rispetto all'anno precedente, nel 2005 si è registrato un significativo aumento dei procedimenti di impugnazione intentati avanti al giudice ordinario.

L'incremento è dovuto, essenzialmente, alle opposizioni presentate avverso gli 11 decreti ministeriali irrogativi di sanzioni amministrative pecuniarie per irregolarità nella negoziazione di obbligazioni "Cirio" e "Argentina"⁵¹. Avverso tali provvedimenti - costituenti l'esito di iniziative di vigilanza relative ad altrettanti istituti di credito - sono state presentate, avanti a 8 diverse Corti d'Appello, 79 autonome impugnazioni, promosse complessivamente da 417 soggetti (banche ed esponenti aziendali)⁵².

Sino a oggi, con specifico riferimento alle impugnazioni promosse dalle banche, le Corti d'Appello adite hanno in 10 casi già riconosciuto la sussistenza delle violazioni: in 8 casi i decreti sanzionatori sono stati integralmente confermati, mentre negli altri 2 casi l'impianto sanzionatorio è stato confermato, ma è stato ridotto l'importo delle sanzioni inflitte⁵³.

In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob che avrebbe consentito al collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che "un obbligo di verifica delle informazioni dirette al pubblico è posto a carico della Consob ... unicamente in caso di sollecitazione all'investimento rivolta al pubblico ("prospetto informativo" ex artt. 94, 95 e 97 del Tuf) e di emissioni quotate in un mercato regolamentato ("prospetto di quotazione" ex artt. 113 ss del Tuf), ma nessuna delle indicate disposizioni viene in rilievo nel caso di specie, essendo incontestato tra le parti che i bond Argentina acquistati dagli attori concernevano una emissione rivolta ai soli investitori istituzionali (cosiddette "private placement", per cui non è richiesta la pubblicazione del prospetto informativo: confronta. art. 100, c. 1, lett. a) del Tuf), nonché titoli di debito negoziati su mercato non regolamentato, con conseguente esonero dalla redazione del prospetto di quotazione" (confronta. sentenze nn. 14516 e 15196).

⁵¹ Di detti 11 decreti, 9 concernono esclusivamente la vicenda "Cirio", 1 la sola vicenda "Argentina" e 1 entrambe.

⁵² Tra tutti i soggetti sanzionati, solo 14 persone fisiche non hanno impugnato i decreti sanzionatori.

⁵³ Nel primo caso, la Corte d'Appello ha ritenuto eccessivo l'importo delle sanzioni e le ha ridotte del 50 per cento; nell'altro, l'importo della sanzione, il cui pagamento è stato ingiunto all'intermediario di appartenenza dei responsabili,

Le Corti hanno, innanzitutto, affermato la correttezza dello sviluppo dei procedimenti sanzionatori, riconoscendo, tra l'altro, l'avvenuto rispetto dell'art. 14 della legge n. 689 del 1981, ai sensi del quale la notifica delle contestazioni deve avvenire entro 90 giorni dall'accertamento. Unanime è stato altresì il giudizio sulla ragionevolezza del tempo impiegato dalla Consob per addivenire all'accertamento delle violazioni: in quest'ottica, la giurisprudenza non ha mancato di dare rilievo alla eccezionale ampiezza delle verifiche simultaneamente intraprese nei confronti degli operatori più "attivi" nella negoziazione di *bond* Cirio, nonché al connesso straordinario impegno richiesto alle risorse assegnate alle Divisioni operative della Consob.

Nel merito, i giudici hanno interamente confermato la sussistenza delle violazioni accertate in relazione alla negoziazione di *bond* Cirio, relative: alle carenze delle procedure interne; alla carente conoscenza dello strumento finanziario oggetto di trattazione; alla carente informazione alla clientela sulla natura e sui rischi delle operazioni; alla carente valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite dal cliente e alla carente segnalazione della situazione di potenziale conflitto di interessi derivante dalla partecipazione dell'intermediario negoziatore (o di altra società del gruppo) ai consorzi di collocamento dei titoli trattati, o derivante dalla qualità di banca finanziatrice dell'emittente titoli venduti alla clientela.

Innanzitutto, le Corti d'Appello hanno confermato la sussistenza, presso tutti gli intermediari bancari ispezionati, di diffuse carenze nelle procedure interne relative alla prestazione del servizio di negoziazione. È stata inoltre riscontrata la generalizzata mancanza di specifiche procedure per la negoziazione di titoli obbligazionari nel periodo di *grey market* (ovverosia della fase di mercato compresa tra il lancio di un'emissione obbligazionaria e il regolamento delle operazioni), durante il quale è avvenuta gran parte delle negoziazioni di *bond* Cirio e Argentina.

Le Corti d'Appello hanno altresì confermato i decreti sanzionatori nella parte in cui sono state comminate sanzioni pecuniarie per violazione dell'obbligo di acquisire adeguata conoscenza degli strumenti finanziari trattati, nonché dell'obbligo di informare la clientela sulla natura e sui rischi delle operazioni; al riguardo, è stato dato particolare rilievo al fatto che i negoziatori, pur avendo a disposizione (o potendo acquisire) informazioni sulle caratteristiche dei titoli Cirio e Argentina, non le "veicolavano" al personale addetto alla vendita dei titoli e quindi alla clientela.

Infine, anche le sanzioni comminate per omessa comunicazione alla clientela dei potenziali conflitti di interessi derivanti da rapporti di finanziamento con società del gruppo Cirio sono state confermate in sede giurisdizionale.

Con particolare riferimento alla disciplina degli emittenti, nel corso del 2005 la Consob ha impugnato innanzi al Tribunale civile di Padova la delibera assembleare di nomina degli amministratori e dei sindaci di una banca con azioni quotate (Banca Antonveneta), ritenendo che la

è stato ridotto in misura pari all'importo delle sanzioni comminate a carico di 3 esponenti ai quali non era stato notificato il decreto sanzionatorio.

stessa fosse stata adottata con il contributo determinante di soggetti che non potevano esercitare il diritto di voto in quanto aderenti a un patto parasociale non dichiarato. Con il medesimo ricorso la Consob ha altresì proposto domanda cautelare di sospensione dell'esecuzione della delibera in questione (sospensione che nel frattempo era stata disposta provvisoriamente dal Tribunale con decreto emesso in via di urgenza su istanza di altro soggetto).

Il Tribunale ha dapprima accolto, con ordinanza, l'istanza di sospensione cautelare formulata dalla Consob (confermando la misura cautelare provvisoria già adottata) e, successivamente, ha rigettato i reclami proposti avverso la prima ordinanza.

Le citate pronunce cautelari rivestono particolare interesse, oltre che per l'oggettiva rilevanza della vicenda, in quanto in esse si afferma espressamente la legittimazione e l'interesse della Consob a proporre, oltre alla domanda di annullamento di una delibera assembleare, anche la domanda cautelare volta alla sospensione della deliberazione assembleare impugnata *ex art. 2378*, comma 3, del codice civile.

Esito positivo, con l'annullamento dei relativi bilanci, hanno altresì avuto nel corso dell'anno 2005 2 impugnative di bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2003 effettuate dalla Consob nell'esercizio del potere attribuitile dall'art. 157, comma 2, del d. lgs. 58 del 1998 (società Arquati e Stayer).

Significativa appare poi l'articolata pronuncia con la quale il Tar per il Lazio, nel dicembre dello scorso anno, ha respinto il ricorso promosso congiuntamente da una società di revisione iscritta all'albo Consob e dal *partner* di questa avverso la sanzione irrogata nei loro confronti dalla stessa Consob a seguito del riscontro di irregolarità nell'ambito dei lavori effettuati, ai sensi dell'art. 155 del Tuf, sui bilanci di esercizio e consolidato di una società con azioni quotate. La sentenza assume particolare rilievo nella parte in cui afferma l'irrelevanza di generiche censure fondate sulla mancata esibizione, da parte dell'amministrazione, di documenti (o di parti di documenti) richiesti dagli interessati nell'ambito di un procedimento conclusosi con l'emanazione di una sanzione ove le stesse non siano accompagnate dalla dimostrazione che *“la lesione del diritto di difesa sia effettivamente avvenuta”*, ovvero da circostanziate indicazioni circa *“la concreta sussistenza di fatti e circostanze posti a base della sanzione adottata da loro non conosciuti”*.

Tra le decisioni giurisprudenziali adottate nel corso dell'anno 2005 si segnalano inoltre 2 sentenze del Tar per il Lazio in materia di fissazione del prezzo dell'Opa residuale, attività che il Tuf demanda alla Consob.

Nel primo caso i giudici amministrativi hanno accolto il ricorso promosso dall'offerente avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale ritenendo carente sia l'istruttoria svolta preliminarmente alla sua adozione, sia la parte motivazionale del provvedimento impugnato.

Nel secondo caso il Tar ha, invece, rigettato il ricorso promosso da un azionista avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale, precisando che l'attività di cui la Consob è