

investita comporta l'esercizio di *“un potere di carattere discrezionale tecnico, basato sull'applicazione delle regole concernenti le metodologie valutative di azienda e della prassi tecnica, che non si fondano su regole scientifiche esatte”*. Il Tribunale ha inoltre condiviso che la Consob non sia obbligata a utilizzare *“parametri ulteriori rispetto a quelli normativamente indicati”* e ha, altresì, avallato l'unitaria considerazione dei parametri del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali dell'emittente, di cui all'art. 50, comma 3, del Regolamento Emittenti.

Un cenno meritano infine le pronunce con le quali il Tar del Lazio (in sede cautelare) e il Consiglio di Stato (in sede di appello avverso le ordinanze cautelari del Tar), aditi da 2 distinte associazioni di consumatori, hanno riconosciuto la correttezza dell'operato della Commissione all'epoca del rilascio del nulla-osta (gennaio 2005) alla pubblicazione del documento relativo all'offerta di scambio rivolta dalla Repubblica Argentina a tutti i possessori dei *bond* non rimborsati a seguito della dichiarazione di *default* del dicembre 2001.

III. – L'EVOLUZIONE DEL RUOLO DELLA CONSOB NEL NUOVO QUADRO NORMATIVO

1. La riforma del risparmio: le nuove funzioni regolamentari e di vigilanza della consob e i problemi aperti

La legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante interventi per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, costituisce il punto di sintesi e di arrivo di un ampio e sofferto dibattito che ha preso avvio agli inizi del 2004 con l'indagine conoscitiva delle Commissioni riunite di Camera e Senato. La riforma è stata concepita per rispondere alle istanze di rafforzamento della fiducia dei risparmiatori e dei mercati finanziari, emerse con forza in Italia dopo le crisi Parmalat e Cirio, attraverso l'individuazione di strumenti di intervento nei settori che maggiormente avevano evidenziato carenze e inadeguatezze.

La legge infatti interviene ad ampio spettro nei seguenti settori:

- il governo delle società quotate e i codici di autodisciplina;
- la disciplina della revisione contabile;
- la disciplina delle società stabilite in paradisi legali;
- la circolazione presso il pubblico degli investitori di prodotti finanziari inizialmente collocati presso investitori istituzionali;
- la disciplina dei conflitti di interessi;
- la disciplina dei promotori finanziari;
- le procedure di conciliazione e arbitrato nelle controversie tra intermediari e risparmiatori;
- la disciplina di un sistema di indennizzo e di un fondo di garanzia per i risparmiatori;
- la disciplina dell'ammissione, sospensione e revoca delle negoziazioni;
- la disciplina sanzionatoria;
- la disciplina di trasparenza di prodotti bancari e assicurativi e dei fondi pensione;

Gli interventi rafforzano notevolmente il ruolo della Consob quale Autorità chiamata a svolgere compiti di regolamentazione, di vigilanza e sanzionatori su aspetti sempre più articolati della vita degli emittenti, dell'attività di intermediazione e del funzionamento del mercato.

L'improvvisa accelerazione impressa a fine 2005 all'*iter* della legge, dopo un lungo periodo di stasi, ha generato, insieme ad aspetti ampiamente positivi, alcune criticità rispetto alle quali si segnala l'esigenza di programmare in tempi brevi interventi correttivi e di perfezionamento.

Nel campo del diritto societario, valenza positiva hanno le modifiche legislative intese a rafforzare i controlli interni sulla gestione delle imprese e la sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria. Le nuove norme puntano, in particolare, a valorizzare il ruolo delle minoranze, prevedendo una loro rappresentanza nel consiglio di amministrazione e nell'organo di controllo. Viene disposto l'ampliamento delle competenze e dei poteri degli organi di controllo: alla Consob sono affidati compiti regolamentari e di vigilanza sulle modalità di elezione dei sindaci di minoranza, sui limiti al cumulo di incarichi e sul modello per le attestazioni relative ai documenti contabili. Una specifica responsabilità personale è prevista a carico dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili per l'incompletezza ovvero la falsità dei documenti prodotti o utilizzati per predisporre il bilancio e per il caso di scorretta tenuta delle scritture contabili.

Problematica appare la disposizione che prescrive l'utilizzo del voto a scrutinio segreto per le elezioni alle cariche sociali. Tale previsione, come rilevato in più occasioni dalla Consob e dagli stessi operatori, pone problemi di compatibilità con gli obiettivi di trasparenza delle partecipazioni rilevanti e dei patti parasociali, rende particolarmente difficoltosa l'attività di vigilanza sui patti occulti e non consente alla Consob di verificare i casi di carenza di legittimazione all'esercizio del diritto di voto ai fini dell'impugnativa delle delibere assembleari. Non appare inoltre essere stata colta l'occasione di assicurare nei consigli di amministrazione una maggiore presenza di amministratori indipendenti, come previsto in precedenti versioni del disegno di legge. Né sembra opportuna la soppressione finale della disposizione, presente inizialmente nel progetto di riforma, che consentiva al collegio sindacale di denunciare al tribunale, ai sensi dell'art. 2409 c.c., il fondato sospetto di gravi irregolarità commesse dagli amministratori, anche laddove non suscettibili di recare danno alla società.

Nella materia della revisione contabile, la riforma ha operato interventi di rilievo, con l'obiettivo di neutralizzare i conflitti di interessi emersi con particolare gravità nei recenti casi di dissesto finanziario. Sono state introdotte nuove norme in materia di incompatibilità, che incidono sia sulla società di revisione e sui soggetti a questa collegati, sia sulle persone fisiche che in esse operano, demandando alla regolamentazione della Consob l'individuazione delle situazioni suscettibili di compromettere l'indipendenza della società di revisione. Inoltre, sono stati enunciati con chiarezza gli obiettivi di vigilanza della Consob, riconducibili oggi alla verifica periodica dell'indipendenza e dell'idoneità tecnica della società e dei responsabili della revisione, e sono stati rafforzati i poteri esercitabili e i provvedimenti assumibili in caso di accertamento di irregolarità. Infine, è stata consolidata la disciplina della revisione del gruppo dell'emittente quotato, estesa alle società che controllano la società quotata ovvero sottoposte insieme a essa a comune controllo.

Ulteriori aspetti della disciplina delle società di revisione avrebbero meritato interventi di riforma. Tra essi, una più efficace definizione del potere della Consob di vietare l'esecuzione delle deliberazioni di conferimento degli incarichi di revisione, limitandolo alle sole società quotate.

Sarebbe stato anche opportuno statuire, come previsto in una versione precedente del provvedimento, la natura vincolante del parere del collegio sindacale in materia di conferimento degli incarichi. La disciplina della rotazione della società di revisione e del *partner* pone problemi interpretativi e non appare del tutto chiara e coerente con i più recenti orientamenti comunitari, come del resto rilevato in un ordine del giorno approvato alla Camera e accolto dal Governo; le incertezze interpretative e le reiterate richieste degli operatori hanno indotto la Consob a fornire una ipotesi interpretativa sulla modalità di applicazione della norma⁵⁴. Anche la disciplina degli strumenti di vigilanza a disposizione della Consob avrebbe potuto essere completata con l'introduzione di un potere cautelare, oggi assente, nei confronti delle società di revisione, in caso di fondato sospetto di irregolarità.

Le vicende Cirio e Parmalat, caratterizzate dall'articolazione multinazionale del gruppo e dall'utilizzo di veicoli esteri, hanno indotto il legislatore a introdurre norme finalizzate a garantire la trasparenza delle società estere situate nei cosiddetti "paradisi legali", laddove controllate, controllanti ovvero collegate a una società nazionale quotata o diffusa. Sono previsti obblighi informativi finalizzati all'integrazione del bilancio della società italiana con una relazione che illustri i rapporti con la società estera. E' anche prescritto l'obbligo di allegare il bilancio della società estera al bilancio della società italiana controllante. Sono poi previsti nella materia nuovi poteri regolamentari, di vigilanza e sanzionatori della Consob.

Tali disposizioni hanno un ambito di applicazione che si presenta molto esteso. Sarebbe stato forse più opportuno limitare il perimetro di azione della Consob alle sole società estere controllanti ovvero controllate dalla società italiana, con esclusione pertanto delle società collegate. Anche il riferimento alle società italiane che hanno ottenuto rilevanti concessioni di credito controllate da società estere con sede nei paradisi legali non appare in linea con le finalità istituzionali della Consob, chiamata in tal caso a compiti di vigilanza informativa e regolamentare nei confronti di società non quotate né diffuse tra il pubblico.

Ricollegabili alle crisi societarie sono anche le disposizioni in materia di circolazione presso il pubblico di prodotti finanziari collocati presso investitori istituzionali. Con esse si stabilisce che gli investitori professionali che trasferiscono tali prodotti presso il pubblico rispondono della solvenza dell'emittente per la durata di un anno dall'emissione; la garanzia di solvenza è esclusa se l'intermediario consegna all'investitore non professionale un documento informativo contenente le informazioni prescritte dalla Consob. La disposizione, che presenta ambiguità quanto all'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione, è al momento in fase di approfondimento anche consultativo per l'emanazione da parte della Consob delle disposizioni di attuazione.

⁵⁴ La disciplina della rotazione della società di revisione e del *partner* ha richiesto un orientamento interpretativo della Consob, già per la sua prima applicazione. Secondo tale parere, gli incarichi potranno durare 12 anni complessivi, a condizione che cambi il *partner* incaricato dopo i primi 6 anni; la stessa società può essere incaricata, dopo un intervallo di 3 anni, per ulteriori 6 anni rinnovabili.

Sempre in tema di circolazione di prodotti finanziari, assume rilievo l'intervenuta abrogazione, come da tempo richiesto dalla Consob, della disposizione del Tuf che esentava dalla disciplina della sollecitazione all'investimento i prodotti finanziari diversi dalle azioni emessi dalle banche e quelli emessi da imprese di assicurazione; conseguentemente, le offerte al pubblico di tali prodotti sono ora sottoposte all'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo. Nuove disposizioni attengono, inoltre, al collocamento di detti prodotti, ora assoggettato alle regole di comportamento degli artt. 21 e 23 del Tuf. Per i prodotti bancari, si segnala anche l'assoggettamento alla disciplina dell'offerta fuori sede, precedentemente escluso.

Alcuni aspetti della nuova disciplina continuano però a non essere in linea con le esigenze di ordine sistematico che ispirano la legge. Sono, infatti, mantenute le esenzioni dalla disciplina dell'offerta fuori sede per i prodotti emessi da imprese di assicurazione e dalla disciplina dei titoli diffusi per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni emessi dalle banche. Si rende anche necessario un chiarimento circa la prevalenza delle disposizioni relative alle regole di comportamento, in caso di collocamento di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, sulle norme contenute nel recente "codice delle assicurazioni private" e sulla loro applicazione anche nei confronti degli intermediari di assicurazione.

La legge ha attribuito numerose nuove competenze alla Consob nella materia degli emittenti. In particolare, la Commissione: sarà chiamata a dettare regole volte a determinare il contenuto tipico che devono rivestire i prodotti finanziari quotati o diffusi individuati sulla base di una particolare denominazione o qualificazione; dovrà emanare disposizioni specifiche sulle operazioni significative di fusione per incorporazione di una società non quotata in una quotata, operazioni che la legge sottopone all'obbligo di pubblicazione del prospetto di quotazione; dovrà determinare gli obblighi di informazione e rendicontazione cui sono tenuti i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione che promuovono prodotti o servizi qualificati come etici o socialmente responsabili; dovrà dettare regole sulle caratteristiche dei piani di *stock option* a favore di esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori di emittenti quotati o diffusi e sulle informazioni da rendere pubbliche. Inoltre, la Consob dovrà regolamentare la pubblicità dei codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori, la diffusione di informazioni da parte degli emittenti circa l'adesione ai predetti codici e l'osservanza degli impegni che ne derivano, nonché vigilare sulla veridicità delle informazioni diffuse.

In tale contesto, è anche da registrare un rafforzamento dei poteri di vigilanza della Consob sanciti dagli artt. 114 e 115 del Tuf attraverso una loro estensione agli esponenti aziendali, agli azionisti rilevanti e agli aderenti a patti parasociali. La legge di riforma, inoltre, ha previsto che la Consob possa avvalersi per finalità istituzionali della collaborazione della Guardia di Finanza, avendo introdotto una disposizione di carattere generale che rappresenta una rilevante integrazione della disposizione di cui all'art. 187-*octies*, commi 12 e 13, del Tuf, introdotta dalla legge n. 62/2005 con esclusivo riferimento alla materia degli abusi di mercato e degli emittenti. È in corso di

definizione un testo di convenzione per disciplinare le forme di collaborazione e gli adempimenti procedurali.

Un intero titolo della legge è dedicato al rafforzamento dei presidi in materia di conflitti di interessi. Oltre a disposizioni volte a rendere più vincolante la disciplina dei conflitti nei rapporti tra banche e imprese, è stata prevista una delega al Governo per l'emanazione di norme sui conflitti di interessi nelle gestioni patrimoniali individuali e collettive nonché nella gestione di prodotti assicurativi e di previdenza complementare, con attribuzione alla Consob di poteri di vigilanza, anche regolamentare, e sanzionatori (da esercitarsi d'intesa con la Banca d'Italia). Inoltre, la legge interviene anche in materia di conflitti di interessi nella prestazione di servizi di investimento, prevedendo che possano essere stabiliti vincoli di separatezza delle strutture dell'intermediario deputate a tale prestazione, con attribuzione della relativa potestà regolamentare alla Banca d'Italia, da esercitare d'intesa con la Consob.

Tali disposizioni, apprezzabili nelle loro finalità, suscitano perplessità se comparate a quanto previsto in sede comunitaria dalle direttive di settore (MiFID). La legge nazionale, infatti, fissa rigidi limiti di investimento non previsti dalla normativa comunitaria, nella quale la materia dei conflitti di interessi risulta attratta nella più ampia regolamentazione dei comportamenti che gli intermediari devono tenere nei rapporti con gli investitori. Inoltre, contrasta con i principi del Tuf la prevista intesa con la Banca d'Italia per l'esercizio, da parte della Consob, di poteri regolamentari e sanzionatori nei suoi tipici ambiti di competenza; anche l'attribuzione alla Banca d'Italia di una competenza primaria in materia di conflitti di interessi nella prestazione dei servizi di investimento merita una tempestiva riconsiderazione.

La disciplina dell'albo dei promotori finanziari è stata modificata dalla legge, che attribuisce la tenuta dell'albo a un Organismo costituito dalle associazioni professionali dei promotori e dei soggetti abilitati, dotato di autonomia organizzativa, statutaria e finanziaria, nel rispetto di principi e criteri stabiliti dalla Consob.

Fra le innovazioni apportate al Tuf in materia di mercati regolamentati, si segnala la disposizione relativa all'ammissione alla quotazione di titoli emessi dalle società di gestione dei mercati che, attribuendo alla Consob competenze in materia di ammissione e di vigilanza, consente di superare gli ostacoli sinora incontrati nel consentire alle società-mercato strategie di crescita basate sull'apertura del loro capitale al risparmio diffuso. Di rilievo è anche la norma in base alla quale la società di gestione comunica alla Consob, che può vietarne entro 5 giorni l'esecuzione, ogni decisione di ammissione, sospensione o esclusione dalle negoziazioni di strumenti finanziari.

Risultano in ampia parte positivi gli interventi della legge sul regime delle sanzioni amministrative che rispondono alle esigenze, in più circostanze evidenziate dalla Consob, di dissuasività e di efficienza delle procedure finalizzate alla loro irrogazione. È stato introdotto un congruo aumento dell'importo delle sanzioni previste nel Tuf, che è stato quintuplicato, ed è stata attribuita al Governo una delega legislativa per l'introduzione di sanzioni accessorie.

Tuttavia, sono riscontrabili aspetti della disciplina suscettibili di perfezionamento. In primo luogo, per esigenze di semplificazione e di maggiore efficienza delle procedure sanzionatorie, appare opportuno, come era indicato nel testo del disegno di legge approvato dalla Camera, che la responsabilità per le violazioni amministrative sia riferita direttamente alla persona giuridica, e non alle singole persone fisiche, con introduzione generalizzata dell'obbligo di rivalsa nei confronti degli autori della violazione. Inoltre, potrebbero essere escluse dal processo di quintuplicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie operato dalla legge le sanzioni contenute nel Tuf, già modificate ovvero introdotte dall'art. 9 della legge comunitaria 2004, o quantomeno potrebbe essere limitato l'effetto moltiplicativo alle sole sanzioni massime, per mantenere la necessaria flessibilità del sistema.

Si ravvisa l'opportunità di apportare alcuni interventi correttivi a disposizioni della legge che non risultano coordinate con le modifiche apportate al Tuf dall'art. 9 della legge comunitaria 2004, che ha dato attuazione alla normativa europea in materia di abusi di mercato.

In particolare, un maggiore coordinamento dovrebbe essere assicurato in materia di impugnazione dei provvedimenti delle Autorità. In assenza di interventi, la giurisdizione del Tar del Lazio appare prevalere per i provvedimenti sanzionatori in materia di abusi di mercato su quella della Corte d'Appello, con ciò determinandosi una discrasia rispetto a quanto stabilito dall'art. 195 del Tuf che prevede l'impugnazione presso la Corte di Appello di tutte le altre categorie di provvedimenti sanzionatori della Consob.

Ulteriori interventi operati con la legge riguardano le modalità di svolgimento dell'attività della Consob in materia di emanazione di atti regolamentari, di gestione di procedure di conciliazione e di arbitrato nonché di collaborazione con le altre Autorità.

L'art. 23 della legge n. 262/2005 stabilisce alcuni principi fondamentali per l'adozione di atti regolamentari e generali da parte della Consob e di altre Autorità. In particolare, i provvedimenti regolamentari o di contenuto generale, fatta eccezione per quelli attinenti all'organizzazione interna, devono essere motivati con riferimento alle scelte adottate e corredati da una relazione che analizzi le conseguenze sull'attività delle imprese e degli operatori nonché sugli interessi dei risparmiatori e degli investitori.

Inoltre viene previsto espressamente che le scelte regolamentari siano oggetto di consultazione con gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati e degli investitori, rafforzando una previsione introdotta già con la legge comunitaria per il 2004.

Le consultazioni non rappresentano una novità nell'attività della Consob che, anche in assenza di specifiche previsioni legislative, già da tempo, sottopone a consultazione pubblica i propri atti regolamentari secondo una prassi ormai consolidata e in linea con le principali esperienze nazionali e internazionali.

Tali procedure potranno pertanto costituire una valida base per la definizione, in via regolamentare, delle forme di consultazione che la Consob, in base al citato art. 23, dovrà definire.

L'art. 27 della legge n. 262/2005 ha inoltre attribuito alla Consob il compito di definire le procedure di conciliazione e di arbitrato nelle controversie tra risparmiatori e intermediari, finalizzate all'indennizzo nel caso di accertato inadempimento degli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali con la clientela. Sempre la stessa norma ha attribuito alla Consob compiti di gestione del fondo di garanzia per l'indennizzo ai risparmiatori dei danni cagionati dalla violazione delle disposizioni in materia di intermediazione, accertata con sentenza passata in giudicato. Tale fondo sarà alimentato con la metà del controvalore delle sanzioni amministrative comminate.

Le procedure di conciliazione e di arbitrato costituiscono un'assoluta novità per l'ordinamento italiano dei mercati finanziari. La loro previsione risponde all'esigenza, sempre più avvertita, di trovare forme di soluzione delle controversie fra investitori e intermediari più snelle, rapide ed economiche del ricorso all'Autorità Giudiziaria.

Gli interventi conciliativi e arbitrali integrano il sistema più generale di vigilanza della Consob sul settore dell'intermediazione, volto ad assicurare il corretto funzionamento dell'attività complessiva dell'intermediario, anche in chiave prospettica e a prescindere dalla soddisfazione dei danni subiti da singoli clienti, nell'ambito di procedure di conciliazione.

La legge n. 262/2005 innova le modalità di svolgimento dei compiti di vigilanza anche in materia di rapporti tra le Autorità. In primo luogo, risultano rafforzate le esigenze di raccordo dell'attività tra le diverse Autorità competenti – Consob, Banca d'Italia, Isvap e Covip – anche in ragione delle nuove e concorrenti competenze in materia di obblighi di trasparenza e correttezza cui risultano assoggettate banche e assicurazioni.

Il previsto assoggettamento alla disciplina della sollecitazione dei prodotti finanziari emessi dalle banche rende in particolare opportuno che la Consob e la Banca d'Italia collaborino strettamente nell'analisi dei documenti relativi all'offerta di tali prodotti.

Analogamente, risulta necessario attivare strette forme di collaborazione con l'Isvap e la Covip per la disciplina in materia di trasparenza e conflitti di interesse relativamente all'offerta di prodotti assicurativi e previdenziali a contenuto finanziario.

Da un punto di vista più generale, nel Titolo IV, capo I, della legge n. 262/2005 sono contenute disposizioni relative ai rapporti tra le diverse Autorità considerate dalla nuova disciplina.

In primo luogo, l'art. 20 della legge prevede che la Banca d'Italia, la Consob, l'Isvap, la Covip e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato individuino, nel rispetto della reciproca indipendenza, forme di coordinamento per l'esercizio delle competenze a esse attribuite. L'unico vincolo posto dalla legge concerne la periodicità minima (annuale) delle riunioni delle Autorità, che le forme di coordinamento prescelte devono garantire.

Inoltre, l'art. 21 disciplina la collaborazione tra le predette Autorità, da realizzarsi anche mediante scambio di informazioni. Le Autorità non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio, mentre i dati, le informazioni e i documenti comunque comunicati tra Autorità restano sottoposti al segreto d'ufficio secondo le disposizioni previste dalla legge per l'istituzione che li ha prodotti o acquisiti per prima.

Infine, sempre con riguardo alla collaborazione e allo scambio di informazioni tra Autorità, l'art. 9 della legge comunitaria 2004 ha previsto che "la Consob può (...) accedere direttamente, mediante apposita connessione telematica, ai dati contenuti nella Centrale dei rischi della Banca d'Italia, di cui alla deliberazione del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio del 29 marzo 1994, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 91 del 20 aprile 1994" [art. 187-*octies*, comma 4, lett. e) del Tuf].

Considerata la rilevanza che l'accesso a tali informazioni può rivestire per un efficace esercizio dell'attività di vigilanza della Consob, in particolare nel rilevare con tempestività situazioni di difficoltà finanziarie e per l'accertamento di relazioni finanziarie utili per le attività di indagine, sono in corso approfondimenti, anche di natura tecnica, per dare piena operatività alla norma.

2. Le linee di sviluppo della strategia di vigilanza

2.1 La definizione delle priorità dell'attività della Consob nelle aree istituzionali

I compiti istituzionali della Consob di tutela degli investitori e dell'efficienza e trasparenza del mercato mobiliare italiano sono stati ampliati in questi ultimi anni, con riguardo sia alla natura dei fenomeni sia alla profondità dei controlli. Tale tendenza ha seguito, da un lato, l'evoluzione del mercato, che ha determinato fenomeni nuovi e aumentato la complessità di quelli esistenti, e, dall'altro, l'evoluzione normativa che ha esteso quantitativamente e qualitativamente l'ambito di applicazione delle funzioni istituzionali, sotto la duplice spinta della disciplina europea e delle iniziative di riforma nazionali.

Nell'ultimo anno il processo di ampliamento dei compiti istituzionali della Consob ha subito una forte accelerazione, soprattutto grazie alle citate riforme legislative. Alla Consob è richiesta un'attività straordinaria di regolamentazione, volta a dare attuazione alle innovazioni introdotte dal legislatore, e il tempestivo approntamento di procedure adeguate all'esercizio dei controlli sulle nuove aree oggetto di vigilanza.

La definizione delle linee di indirizzo dell'attività della Consob richiede sempre più una selezione degli obiettivi e delle priorità di vigilanza, a fronte di risorse oggettivamente limitate.

Risponde a tale obiettivo la costruzione di modelli di analisi che consentano di individuare tempestivamente fenomeni critici per la tutela degli investitori, sulla base della valutazione degli scenari nei quali si inseriscono i comportamenti degli operatori e della individuazione dei principali fattori di rischio a essi associati.

Nella costruzione delle strategie di vigilanza, assume poi rilevanza la valutazione degli effetti delle misure adottate, non solo in termini di costi per gli operatori, ma anche di influenza sugli incentivi che ne orientano le attività.

Sotto il profilo dei costi, occorre valutare sia gli effetti diretti, derivanti dall'adeguamento agli standard di comportamento fissati (cosiddetti *compliance costs*), sia i costi indiretti, derivanti dalle alterazioni che le regole possono indurre sulle condizioni di competitività dei mercati, ad esempio in termini di ostacoli alla concorrenza e all'innovazione.

Sotto il profilo degli incentivi, accanto all'obiettivo di scoraggiare comportamenti scorretti, deve essere valutato quello di incoraggiare l'adozione di modelli di comportamento coerenti con gli obiettivi della regolamentazione.

In questa prospettiva, è necessario che vi sia un confronto costruttivo con il mercato nella definizione delle linee di indirizzo dell'attività di vigilanza e che la valutazione dei costi e dei benefici tenga conto dei meccanismi di trasmissione delle politiche di regolamentazione sugli equilibri del mercato, in termini di effetti sulla domanda e sull'offerta di prodotti e servizi finanziari.

Tale approccio di vigilanza, che si sta affermando tra le principali Autorità di controllo internazionali, si fonda sulla individuazione e valutazione delle aree di rischio operativo, legate principalmente a mutamenti ambientali (normativa, competizione, variabili economiche), che possano accentuare la propensione degli operatori a porre in essere comportamenti opportunistici.

La vigilanza sugli intermediari

Le recenti riforme introdotte dalla legge sul risparmio intervengono sui confini, già invero labili, dei settori in cui si articola tradizionalmente il mercato finanziario e delle competenze delle Autorità di vigilanza.

Da diversi anni si era registrata una progressiva integrazione, anche dal punto di vista delle caratteristiche dei prodotti, del mercato bancario, di quello assicurativo e di quello mobiliare. L'attività di raccolta delle banche si è infatti realizzata sempre più con l'emissione di titoli negoziabili cui sono state spesso abbinate componenti "derivate"; nei prodotti assicurativi-vita di larga diffusione si è registrata un'incidenza assolutamente minima, quando non assente, del tipico "rischio demografico" e una netta prevalenza della componente finanziaria.

Dinnanzi a tale realtà, obiettivo del legislatore è stato quello di ricondurre a regole uniformi l'attività di commercializzazione dei prodotti a contenuto finanziario, per contenere fenomeni distorsivi della concorrenza e garantire un adeguato apparato di tutele per il risparmiatore.

Il modello di riferimento adottato è stato quello delle regole che disciplinano i servizi di investimento, il cui nucleo centrale è rappresentato da doveri di correttezza e trasparenza a protezione degli investitori.

Questa scelta ha ricondotto all'ambito di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva della Consob, l'intera area della "commercializzazione" dei prodotti finanziari, anche se emessi da banche e compagnie di assicurazioni.

Si tratta di una scelta decisa, che determina una innovazione radicale per il mercato finanziario italiano e una notevole estensione delle aree sottoposte alla vigilanza della Consob, in termini di nuovi soggetti, nuovi prodotti, nuove attività.

Tale innovazione richiede uno straordinario sforzo regolamentare da parte della Consob per dare attuazione al disegno tratteggiato dal legislatore e per accompagnare gli operatori e i risparmiatori ai nuovi approdi in tempi brevi e con misurato equilibrio.

In questo contesto, fattore di complessità ulteriore è costituito dal prossimo recepimento delle disposizioni dettate dalla direttiva MiFID, destinata a incidere sul modello delle regole di condotta, relative ai servizi di investimento.

La vigilanza di correttezza e trasparenza è per definizione meno codificabile di quella di stabilità. Si muove su indici di pericolosità e su criteri di rischio che devono essere adattati all'evoluzione del contesto normativo e di mercato.

A tale fine, l'attività di vigilanza sugli intermediari, tenuto conto della numerosità dei soggetti abilitati e dell'ampia articolazione dei servizi offerti, spesso da intermediari polifunzionali, tende a essere guidata da un processo di selezione che indirizza i controlli su quei soggetti che presentano fattori di rischio, sotto il profilo della tutela dei clienti dei servizi di investimento.

La valutazione della criticità degli intermediari viene effettuata sulla base di una procedura standardizzata di analisi delle fonti informative disponibili, volta all'attribuzione di un giudizio comparativo sintetico, a partire dall'esame dei singoli servizi di investimento offerti. L'analisi comprende il complesso delle comunicazioni di vigilanza trasmesse dagli intermediari e le informazioni acquisite da altre fonti (accertamenti ispettivi, esposti dei clienti, notizie giornalistiche, incontri con revisori ed esponenti aziendali).

Nel contesto dell'industria dei servizi finanziari in Italia, la gestione del risparmio merita un'attenzione particolare da parte delle Autorità di vigilanza. Essa ha raggiunto infatti livelli dimensionali e qualitativi elevati, grazie anche alle favorevoli condizioni macroeconomiche

dell'ultimo decennio (progressiva riduzione dei tassi d'interesse e ricerca di investimenti alternativi ai titoli di Stato).

La struttura dell'offerta si è adeguata nel tempo alle mutate preferenze degli investitori individuali: nell'ultimo biennio si è assistito alla razionalizzazione dell'offerta dei fondi comuni (riduzione dei fondi settoriali e geografici), al lancio di prodotti a gestione del rischio assoluto (fondi "flessibili" con obiettivo prefissato di rendimento) o gestiti secondo tecniche di contenimento del rischio (fondi "protetti"), nonché all'offerta crescente di fondi chiusi immobiliari.

Nonostante la notevole crescita, il grado di diffusione del risparmio gestito in Italia è ancora notevolmente limitato rispetto ai principali paesi. Vi è quindi un'opportunità di sviluppo in un quadro europeo in cui le barriere di ingresso ai mercati nazionali sono destinate a ridursi, a seguito della costante opera di armonizzazione coordinata dalla Commissione Europea. Con la progressiva integrazione dei mercati si aprono nuove opportunità strategiche in termini di localizzazione dell'offerta, di utilizzo di canali distributivi, di perseguimento di economie di scala e/o di scopo o di maggiore specializzazione, che avranno un rilevante impatto sulle modalità operative dei gestori e delle reti distributive italiane.

A questo riguardo, sono da evidenziare gli elementi di debolezza strutturale del mercato italiano del risparmio gestito, che derivano essenzialmente dalle ridotte dimensioni degli operatori rispetto ai concorrenti europei e dall'appartenenza a gruppi bancari; appartenenza che condiziona la scelta della rete distributiva, dei canali di negoziazione e della banca depositaria, la determinazione e la ripartizione dei costi, l'allocazione di funzioni strumentali e strategiche e delle funzioni di controllo interno e più in generale l'indipendenza della gestione rispetto alle politiche di gruppo.

L'elevato grado di integrazione verticale tra gestore e collocatore, che assume anche la veste di negoziatore e di banca depositaria, consente agli intermediari-gestori efficienze di costo ed economie di scala, limitando tuttavia la concorrenzialità e i conseguenti potenziali benefici per gli investitori.

Dal lato dell'equità la tutela degli investitori si realizza ricorrendo a una maggiore trasparenza, attraverso un adeguamento dell'informativa in sede di sollecitazione all'investimento, che deve essere esauriente, rispetto al prodotto e all'emittente, e al contempo sintetica.

L'efficienza nella prestazione del servizio richiede invece regole di comportamento che si risolvano in scelte indipendenti finalizzate alla massimizzazione dell'utilità del cliente. A questo riguardo, è cruciale che il consiglio di amministrazione rispetti requisiti di indipendenza, oggi definiti in sede di autodisciplina. Peraltro si è in attesa del Regolamento del Ministro dell'Economia che definirà i requisiti di indipendenza dei soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo presso Sim, Sgr e Sicav, come previsto dall'art. 13 comma 1 del Tuf.

Attualmente, il Protocollo di Autonomia di Assogestioni qualifica come indipendenti gli amministratori che non abbiano relazioni di affari con la Sgr o con il gruppo di appartenenza.

L'analisi effettuata sui dati del 2005 mostra un'incidenza ridotta dei consiglieri indipendenti così definiti nei consigli di amministrazione delle Sgr; inoltre, la maggioranza dei consiglieri "non indipendenti" risulta coprire incarichi anche in altre società del gruppo. In tale contesto, deve essere assicurata una particolare attenzione ai requisiti di indipendenza "sostanziale", anche attraverso una limitazione degli incarichi nell'ambito del gruppo.

Alla luce di questi aspetti, le linee di sviluppo della vigilanza della Consob si concentreranno sui seguenti profili:

- verifica dell'adeguatezza dei meccanismi organizzativi delle Sgr;
- verifica dell'effettivo grado di indipendenza delle Sgr, rispetto al gruppo di appartenenza, nella definizione delle strategie "produttive" e "commerciali".

La Consob inoltre approfondirà l'indagine, avviata lo scorso anno, sui meccanismi di remunerazione delle reti distributive di Oicr italiani, per individuare l'eventuale esistenza di incentivi a comportamenti distorsivi nei confronti degli investitori.

Sarà, inoltre, condotta un'iniziativa di vigilanza mirata al monitoraggio delle modalità di prestazione dell'attività da parte delle Sgr che gestiscono fondi immobiliari, con particolare riguardo alle politiche di investimento e alle modalità di valorizzazione dei patrimoni dei fondi. L'indagine si rende opportuna, alla luce della crescita sostenuta dei valori degli immobili, per identificare i principali rischi operativi del settore e approntare opportuni interventi.

L'attività di vigilanza sui mercati

L'evoluzione della struttura dei mercati si caratterizza per la progressiva accentuazione della competizione tra diverse piattaforme e sistemi di negoziazione, favorita dalle nuove tecnologie informatiche e dall'interesse degli intermediari a ridurre i costi della negoziazione e a dare vita a sistemi di scambio più adatti alle esigenze dei clienti. La frammentazione degli scambi tra più sistemi di negoziazione influisce sul processo di formazione dei prezzi e sul loro valore segnaletico, con possibili effetti negativi sul grado di liquidità del mercato e dei singoli titoli.

Tale evoluzione è riflessa nelle scelte adottate con la direttiva MiFID, nella quale vengono, tra l'altro, previsti:

- il venir meno della regola di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati;
- l'ammissione di un titolo alle negoziazioni anche senza il consenso dell'emittente;
- la presenza di sistemi di negoziazione gestiti da soggetti comunitari.

In tale quadro, la vigilanza sull'integrità dei mercati si deve estendere ai contratti eseguiti su tutti i sistemi di negoziazione che trattano strumenti ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato. Ciò comporta la necessità di costruire nuovi sistemi di gestione e di elaborazione dei

flussi informativi relativi all'operatività delle diverse piattaforme di negoziazione e la loro integrazione con le informazioni utili per sviluppare un sistema di vigilanza organico e strutturale.

È quindi necessario coordinare con le altre Autorità europee la raccolta e lo scambio delle segnalazioni relative alle operazioni effettuate dalle imprese d'investimento su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato europeo, a prescindere dalla piattaforma e dalla modalità di negoziazione. In tal modo l'Autorità competente "del mercato più pertinente"⁵⁵ in termini di liquidità" potrà vigilare su possibili fenomeni di abuso di mercato. A ciò si accompagnerà un incremento consistente delle richieste di assistenza a/dal Autorità estere, a seguito della presenza crescente di sistemi di negoziazione gestiti da soggetti comunitari (gestori di mercato, *Multilateral Trading Facilities* - Mtf - e intermediari) che trattano titoli di emittenti italiani.

Inoltre, la vigilanza sui sistemi di negoziazioni si estenderà alle diverse società di gestione di mercati regolamentati e ai gestori di che possono operare in regime di concorrenza nei vari sistemi nazionali anche su base transfrontaliera.

Le recenti iniziative intraprese da società di gestione dei mercati mostrano strategie orientate verso l'integrazione delle piattaforme di negoziazione, piuttosto che in favore di tradizionali politiche aggressive sul piano commerciale. Ciò trae presumibilmente origine da due ordini di motivazioni. Da un lato, può esservi la consapevolezza di non avere sufficiente forza per fronteggiare singolarmente la concorrenza; dall'altro, può rilevare la varietà di esigenze degli investitori che, qualora non soddisfatte, possono costituire terreno fertile per sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati.

È in corso un'approfondita discussione sulla struttura dei costi delle negoziazioni in funzione dell'integrazione fra le infrastrutture del mercato. Non esistono orientamenti unanimi sulla configurazione ottimale del settore del *trading* e del *post-trading*.

È prematuro valutare l'assetto e le misure di intervento più idonee, dal momento che si dovrà recepire a breve la direttiva MiFID - che liberalizza l'accesso ai sistemi di compensazione e regolamento comunitari - e che è in discussione un progetto di direttiva-quadro sui sistemi di liquidazione e compensazione (*clearing* e *settlement*).

Resta indubbio che il settore è destinato a sperimentare ulteriori forme di concentrazione, che porteranno al prevalere di poche grandi infrastrutture. A livello nazionale, occorre preoccuparsi di garantire che le società di gestione delle infrastrutture di mercato continuino a offrire elevati *standard* qualitativi nella prestazione dei servizi e significativi livelli di efficienza competitiva.

In ogni caso, vi è la necessità di dotare le istituzioni che offrono servizi di *trading* e *post-trading* di incentivi adeguati, per evitare che interessi e obiettivi privati si pongano in contrasto con il più generale interesse pubblico.

⁵⁵ Come risulta dalla proposta di normativa di Livello 2, si tratta dell'Autorità competente per il mercato più liquido per lo strumento finanziario oggetto di segnalazione determinato secondo i criteri stabiliti nella normativa di Livello 2.

Nuovi compiti e nuove aree di vigilanza derivano dalle innovazioni normative introdotte con la legge comunitaria 2004 che ha recepito nell'ordinamento nazionale la direttiva sugli abusi di mercato.

L'attività di vigilanza sull'integrità del mercato dovrà svilupparsi secondo linee coerenti con il nuovo quadro normativo e con i maggiori strumenti informativi e di indagine a disposizione.

Le aree su cui deve concentrarsi l'attività di vigilanza riguardano:

- la qualità e la tempestività dell'informazione “continua” fornita al mercato dagli emittenti e da altri soggetti rilevanti;
- le rilevazioni di anomalie di mercato che possano evidenziare ipotesi di abusi di mercato;
- la realizzazione di indagini approfondite sulle ipotesi di abusi e la conseguente eventuale attività sanzionatoria.

Per quanto riguarda la vigilanza sulla qualità e sulla tempestività dell'informazione “continua”, essa dovrà considerare i nuovi elementi informativi introdotti dalla direttiva. Tra questi, di particolare rilievo è la trasparenza delle operazioni sui titoli dell'emittente realizzate dai soggetti che esercitano responsabilità di direzione, dagli azionisti che hanno una partecipazione superiore al 10 per cento e dai soggetti che controllano l'emittente (cosiddette operazioni di *internal dealing*).

Un'altra area che richiede un potenziamento della vigilanza è rappresentata dalla possibilità per gli emittenti di effettuare attività di stabilizzazione e acquisto di azioni proprie, a condizione che vengano rispettate determinate condizioni comportamentali e di trasparenza (*safe-harbour*).

Infine, assume rilievo la nuova disciplina per la produzione e la diffusione di ricerche o valutazioni su strumenti finanziari, volta a garantire la correttezza dell'informazione presentata e la comunicazione di eventuali situazioni di conflitto di interesse. L'introduzione dell'obiettivo della correttezza della presentazione degli studi richiede in particolare il monitoraggio dei loro contenuti e l'analisi delle metodologie usate.

Per quanto riguarda la vigilanza sulle ipotesi di abusi di mercato, l'analisi delle anomalie riscontrate nella simmetria informativa o nell'andamento dei mercati è integrata dall'analisi delle “operazioni sospette”, derivanti dall'obbligo per gli intermediari di comunicare alla Autorità di vigilanza le operazioni per le quali sussistono sufficienti elementi che evidenziano la violazione delle norme di correttezza (*insider trading* e/o aggio). Inoltre, a supporto dell'attività di indagine sulle ipotesi di abusi di mercato, è da considerare la vigilanza sull'adozione delle prescritte misure organizzative volte a istituire un registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate e ad assicurare la riservatezza delle notizie.

Un impatto rilevante sull'attività della Consob ha l'introduzione di sanzioni e misure amministrative in materia di *insider trading* e manipolazione. E' infatti necessario oggi estendere le indagini all'accertamento del possesso dell'informazione privilegiata e non solo, come avveniva in

pendenza della sola sanzione penale, all'individuazione di collegamenti potenziali con le fonti informative.

L'azione di vigilanza della Consob deve più in generale adeguarsi alle nuove condizioni, rafforzando la capacità di raccolta e di analisi di informazioni che si presentano sempre più frammentate, sia per la diversificazione delle modalità e delle forme di negoziazione sia per il moltiplicarsi delle fonti. Ciò richiede lo sviluppo di modelli di analisi basati sulla costruzione di "sistemi di allerta" che consentano di anticipare la rilevazione di "anomalie" di mercato.

Il Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (Saivim), che la Consob ha sviluppato a partire dal 2003, rappresenta uno strumento importante di rilevazione di segnali di allerta relativi a potenziali abusi di mercato, in base all'analisi di alcune variabili relative all'andamento degli scambi sul mercato e all'operatività degli intermediari. L'evoluzione dei sistemi di negoziazione richiede un progressivo adeguamento di tale strumento per poter allargare l'analisi delle anomalie a una visione più globale delle transazioni effettuate sulle diverse piattaforme.

In tale ottica, un'area su cui sviluppare l'attività di vigilanza riguarda le operazioni realizzate sui sistemi di scambio organizzati, gestiti per lo più da società di gestione del mercato e da intermediari bancari, sui quali vengono trattati volumi significativi di titoli attualmente non soggetti a obblighi di concentrazione (soprattutto obbligazioni bancarie e di soggetti non finanziari).

Tali sistemi, che con il recepimento della MiFID, potranno estendere la loro attività all'intera gamma degli strumenti finanziari, presentano peraltro caratteristiche estremamente differenziate che riflettono, oltre a diverse caratteristiche dimensionali dei soggetti che li gestiscono, anche diversi assetti organizzativi e strutturali. Tali ultimi aspetti rivestono una particolare rilevanza alla luce del nuovo quadro normativo e competitivo che si verrà a realizzare con l'attuazione della direttiva MiFID, nel quale si collocheranno le figure di internalizzatore sistematico e di fornitore di Mtf, che corrispondono, in linea di massima, con le attuali figure di gestori di scambi bilaterali e multilaterali.

Si è pertanto ritenuto opportuno avviare una indagine sulle caratteristiche funzionali e organizzative di un campione rappresentativo di sistemi di scambi organizzati. I risultati delle analisi saranno utilizzati anche come base per un riesame della regolamentazione, con l'obiettivo di migliorare la trasparenza del funzionamento degli scambi organizzati, attraverso una maggiore informazione degli investitori e una maggiore trasparenza per il pubblico sulla loro operatività.

La quotazione della società di gestione del mercato

Una nuova area di vigilanza si apre, nell'ambito dei controlli sui mercati, con riferimento alle prospettive di quotazione delle società di gestione del mercato.