

L'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato

La nuova disciplina sugli abusi di mercato (contenuta nell'art. 9 della legge 62 del 2005: "*Legge comunitaria del 2004*"), entrata ormai pienamente in vigore, rafforza tre aspetti fondamentali della vigilanza sui mercati: prevenzione, accertamento e sanzione.

Sono state introdotte nuove misure di prevenzione, che puntano sulla trasparenza di informazioni fondamentali per la valutazione del corretto andamento del mercato (*internal dealing*, operazioni sospette, *fair disclosure* degli emittenti). Sono stati potenziati i poteri di accertamento della Consob, esercitabili nei confronti di una più estesa pluralità di soggetti e comprendenti modalità conoscitive e di intervento particolarmente incisive (accesso ai documenti, alle sedi, acquisizione di registrazioni telefoniche, sequestri, ecc.). È stato affiancato al preesistente regime sanzionatorio penale un parallelo regime di tipo amministrativo, che prevede l'applicazione autonoma e diretta delle sanzioni da parte della Consob, con un significativo aumento del livello delle sanzioni e della loro potenziale deterrenza.

Con queste innovazioni, la disciplina sugli abusi di mercato ha assunto una posizione di assoluta centralità nel quadro delle misure a tutela del mercato, che prevede nuovi rilevanti oneri per gli operatori e per le Autorità di vigilanza.

Emittenti e intermediari sono chiamati ad adottare nuove regole di comportamento sul mercato e a realizzare nuove misure organizzative, atte a prevenire comportamenti che pregiudicano la corretta informazione del mercato e l'integrità delle negoziazioni.

La Consob è chiamata, anche attraverso la riorganizzazione delle sue strutture e procedure, a garantire la tempestiva rilevazione delle ipotesi di abuso e la conseguente conduzione dei procedimenti di contestazione e sanzione.

Ne sono derivati rilevanti oneri di adattamento per tutti i soggetti coinvolti, per l'intensità e la rapidità dei cambiamenti indotti.

Un immediato banco di prova del nuovo sistema è stato offerto da fenomeni critici collegati a vicende societarie di grande rilevanza, il cui sviluppo si è delineato proprio nel periodo di entrata in vigore della nuova disciplina.

Su questi fenomeni l'azione di vigilanza e repressione è stata intensa e si è giovata dei nuovi strumenti e poteri di indagine e di una proficua, reciproca collaborazione con l'Autorità Giudiziaria.

La Consob apporta il proprio patrimonio di competenza tecnica, neutralità e indipendenza per favorire l'adozione da parte degli operatori di modelli di comportamento sempre più aderenti ai principi della regolamentazione.

Sul piano repressivo, la complementarità tra azione penale e azione amministrativa, che il legislatore nazionale ha voluto affiancare nel perseguimento degli abusi di mercato,

richiede la valorizzazione delle rispettive specializzazioni e competenze in un quadro di proporzionalità delle misure e degli strumenti adottati.

La riforma del risparmio

Nel corso del 2006 è stata portata a termine la riforma del quadro normativo avviata con la riforma del risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262: *“Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”*), attraverso l’attuazione delle misure di coordinamento con il Testo unico della finanza e con il Testo unico bancario che hanno anche apportato significative correzioni al testo originario (decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303: *“Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia e del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”*).

Tali correzioni hanno consentito di dare maggiore unitarietà al sistema delle regole, eliminando gran parte di quegli elementi che non sempre assicuravano un’adeguata coerenza complessiva del quadro normativo e il necessario equilibrio tra costi e benefici delle regole.

Oggi si è realizzata la piena estensione ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni delle regole di trasparenza e correttezza previste dal TUF e il conseguente riconoscimento alla Consob della funzione primaria di Autorità di vigilanza sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti con riguardo all’intera gamma dei servizi di intermediazione mobiliare e dei prodotti a contenuto finanziario.

Alcune disomogeneità e sovrapposizioni si riscontrano ancora nell’area del risparmio gestito e dei prodotti previdenziali, che vedono coinvolte altre Autorità anche su aspetti di trasparenza.

La riforma impegna la Consob in un imponente sforzo di regolamentazione, in corso in questi mesi, per rendere operative le nuove previsioni che in molti casi intervengono su aree e fenomeni precedentemente non regolamentati.

Il difficile obiettivo è di disegnare un nuovo quadro di regole che consenta di attuare il rafforzamento della tutela degli investitori, alla base del disegno di riforma, assicurando al contempo un adeguato equilibrio tra costi e benefici della regolamentazione, in un contesto caratterizzato da una sempre maggiore integrazione internazionale e da competizione tra piazze finanziarie.

La riforma del risparmio, pur con alcuni limiti, rappresenta un passo importante per l’evoluzione del quadro normativo italiano. Le soluzioni individuate ai principali problemi emersi negli scandali societari (e non solo) degli ultimi anni possono non sempre essere ottimali, ma costituiscono comunque una forte risposta che il sistema italiano è riuscito a dare alla crisi di credibilità e fiducia che quegli scandali avevano generato.

Alcuni ulteriori aggiustamenti delle norme possono essere opportuni, oltre a quelli già attuati con il decreto di coordinamento, ma soprattutto è necessario che si arrivi rapidamente al consolidamento dell'impianto generale del quadro normativo che si è venuto a determinare con la riforma del risparmio, ricostituendo la coerenza sistematica che il TUF aveva al momento della sua definizione e recuperando un'impostazione di regolazione per principi che garantisca un adeguato equilibrio tra costi e benefici delle regole. Tale consolidamento dovrà inoltre coinvolgere i cambiamenti di grande rilevanza che saranno indotti dall'imminente recepimento di alcune importanti direttive comunitarie il cui campo di applicazione attraversa l'intero spettro delle aree sottoposte a vigilanza.

Solo con una stabilizzazione delle regole è infatti possibile che si avvii la fase di attuazione che richiede nuovi e significativi sforzi da parte di tutti i soggetti che svolgono funzioni di controllo operando all'interno dei meccanismi di governo societario o nelle funzioni di analisi e filtro delle informazioni societarie o, ancora, come organo di vigilanza.

Si tratta in altre parole di ricostituire, sulle nuove basi che la riforma ha posto, una efficiente catena di controlli societari, che consenta di ridurre i rischi di "fallimento" che si sono manifestati negli scandali avvenuti sia in Italia che in altri paesi.

In tale ottica, occorre privilegiare soprattutto le funzioni di *enforcement* delle regole non solo nelle forme tradizionali di vigilanza pubblica da parte delle Autorità a ciò preposte, ma anche attraverso un più intenso uso degli strumenti di controllo da parte dei diversi soggetti che concorrono alla dialettica societaria, in particolare nelle aree che sono state oggetto delle principali innovazioni legislative.

1.2 La riforma delle Autorità di vigilanza

La riforma delle Autorità indipendenti rappresenta un'ulteriore risposta alle esigenze poste dall'evoluzione dei mercati finanziari e della loro disciplina e pone riflessioni che hanno, allo stesso modo, interessato i principali paesi sviluppati.

Prima di oggi, vi sono stati tentativi ripetuti di ricondurre a un quadro unitario la frastagliata disciplina delle Autorità.

Dopo la prima indagine conoscitiva avviata nel gennaio 1999 dalla Camera, si sono susseguite nel biennio 2001/2002 quattro proposte di legge e una Commissione ministeriale², per arrivare, il 2 febbraio 2007, all'approvazione da parte del Consiglio dei

² La sequenza delle iniziative è la seguente:

Gennaio 1999: la Commissione Affari costituzionali della Camera delibera una "Indagine conoscitiva sulle Autorità amministrative indipendenti", conclusasi con un documento datato 4 aprile 2000.

Ministri di un testo di riforma che ha iniziato in questi giorni l'*iter* parlamentare (Atto Senato n. 1366).

Nelle materie di competenza della Consob, esso delinea un sistema istituzionale dei controlli più aderente all'evoluzione registrata nell'attività degli intermediari e, in questo senso, si pone in una linea di continuità con la legge sul risparmio.

Nel progetto sono condensati molti punti fermi in materia di struttura e funzionamento delle Autorità, sui quali nel corso degli anni si è raggiunta una diffusa convergenza³.

Maggio 2001: viene presentata la proposta di legge n. 121 d'iniziativa dell'On.le Bielli concernente la "Disciplina delle Autorità indipendenti".

Novembre 2001: l'On.le Frattini, Ministro per la Funzione Pubblica, istituisce una "Commissione per la razionalizzazione e la semplificazione della disciplina delle Autorità indipendenti e delle Agenzie di settore", i cui lavori – pur se di consistente rilevanza – non giunsero ad essere oggetto di un disegno di legge da parte del Consiglio dei Ministri.

Sempre nel novembre 2001: viene presentata la proposta di legge n. 2052 d'iniziativa degli On.li E. Letta, Pinza e altri concernente "Disposizioni in materia di Autorità indipendenti". La p.d.l. propone, tra l'altro, l'accorpamento di Consob, Isvap e Covip.

Dicembre 2001: viene presentato anche al Senato un disegno di legge (n. 956) d'iniziativa dei Sen.ri Amato, Mancino e altri concernente "Disposizioni in materia di Autorità indipendenti" dal contenuto identico alla p.d.l. n. 2052 d'iniziativa degli On.li Letta e Pinza.

Gennaio 2002: viene presentata la proposta di legge n. 2224 d'iniziativa degli On.li Tabacci e altri concernente "Nuove norme in materia di Autorità di garanzia, regolazione e vigilanza". Il progetto effettua una distinzione tra Autorità che svolgono funzioni di garanzia (Commissione sull'esercizio del diritto di sciopero; Antitrust; Garante per la privacy e Autorità per le garanzie nelle comunicazioni), Autorità alle quali sono demandati compiti di regolazione (Autorità dei servizi pubblici a rete) e Autorità di vigilanza e controllo (Consob e neo-istituita Autorità di vigilanza sugli intermediari finanziari che assorbe attribuzioni della Consob, della Banca d'Italia, dell'Isvap e della Covip).

³ In particolare, viene prevista, per tutte le Autorità indipendenti, una disciplina comune in materia di:

- *governance* dell'Autorità (funzionamento collegiale; requisiti dei membri; disciplina delle incompatibilità);
- garanzia dei soggetti vigilati e dei soggetti destinatari di sanzioni (garanzia del procedimento – separazione tra funzioni istruttorie e decisorie; partecipazione al procedimento; tutela giurisdizionale);
- garanzia dell'efficienza della regolamentazione (obbligo di valutazione dell'impatto economico delle regole da parte delle Autorità; obbligo di consentire la partecipazione degli interessati al processo normativo);
- garanzia della trasparenza dell'operato delle Autorità (controllo dei rendiconti; rapporti con il Parlamento e l'Esecutivo).

Questo nucleo fondamentale di regole è opportunamente inteso a lasciare la massima flessibilità nell'esercizio dell'autonomia, anche organizzativa e gestionale, delle Autorità, che devono rispondere dell'efficienza complessiva del loro operato.

Le Autorità indipendenti si trovano a operare in un contesto che, da un lato, attraverso l'apertura e l'integrazione dei mercati, tende all'uniformità del quadro normativo, ma, dall'altro, soffre ancora di condizionamenti in ambito nazionale dovuti a fattori storici, culturali ed economici. Le Autorità indipendenti si trovano di conseguenza al centro di una rete istituzionale che le vede dialogare da una posizione di neutralità con altre Autorità nazionali e sopranazionali, con i soggetti vigilati, con i risparmiatori, con organi legislativi e giudiziari.

In quest'ambito è particolarmente importante che il processo di regolazione, i cui contenuti tecnici sono affidati, anche a livello europeo, alle Autorità indipendenti, preveda meccanismi, non solo di consultazione del mercato, ma di "quasi-negoziato" del giusto equilibrio tra oneri e benefici delle regole, tra istanze degli operatori ed esigenze di tutela degli investitori.

Le Autorità devono "ascoltare il mercato" in tutte le sue componenti e il mercato dovrebbe partecipare attivamente a questo processo, sia attraverso le consultazioni sia attraverso una maggior capacità di autoregolamentazione. Devono, peraltro, essere trovate soluzioni efficaci per coinvolgere nel processo di consultazione non solo gli operatori ma anche gli investitori, inclusi quelli al dettaglio.

Il disegno di legge governativo sulla riforma delle Autorità di vigilanza prefigura un'evoluzione istituzionale e delle funzioni di regolazione e vigilanza sui mercati finanziari che risponde alle esigenze di razionalizzazione e di rafforzamento della loro efficacia.

La molteplicità di Autorità e di regole che intervengono nello stesso settore di attività, conseguente a una ripartizione per soggetti delle competenze di vigilanza, può generare infatti insofferenza negli operatori, deresponsabilizzazione dei soggetti vigilati, svilimento della capacità di giudizio e di autotutela di azionisti e risparmiatori.

Tale sistema, inoltre, si pone in contraddizione con la crescente assimilazione dei prodotti offerti ai risparmiatori nei diversi comparti del mercato finanziario e si risolve, in definitiva, in livelli non omogenei di tutela.

Come già segnalato, la legge sul risparmio ha eliminato molti difetti del sistema, estendendo i controlli della Consob, finalizzati alla trasparenza, ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni.

Il disegno di riforma promuove la piena attuazione del modello che prevede la ripartizione delle competenze tra Autorità in base alla finalità della vigilanza.

Tale modello opera un'allocazione efficiente delle competenze, evitando conflitti, duplicazioni di costi e, al contempo, garantendo pari dignità ai differenti interessi tutelati, quali la stabilità e la trasparenza.

Le relazioni che esistono tra le diverse finalità, ad esempio tra correttezza di comportamento e stabilità degli intermediari, richiedono di rafforzare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le Autorità di vigilanza, ma non possono giustificare le sovrapposizioni che persistono in alcune aree (soprattutto nella disciplina degli intermediari e del risparmio gestito) che possono ridurre l'efficacia delle funzioni di vigilanza e aumentare i costi della regolamentazione.

Il disegno di legge di riforma prevede anche una nuova sede di utile confronto istituzionale, con la creazione, contestuale alla soppressione del Cicer, di un Comitato per la stabilità finanziaria, composto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, che lo presiede, dal Governatore della Banca d'Italia e dal Presidente della Consob, incaricato dell'esame di problemi che possono influire sulla stabilità dell'intero sistema finanziario nazionale.

Il progetto si inserisce dunque in modo coerente nel processo di razionalizzazione della disciplina dei mercati e degli intermediari e ha il pregio di affrontare con una visione ampia e unitaria i problemi e le disomogeneità che hanno fino a oggi caratterizzato il comparto delle Autorità di vigilanza di settore.

Sugli strumenti per raggiungere obiettivi ormai condivisi il confronto sarà aperto e non facile, ma sarà comunque necessario che giunga a conclusione.

1.3 Lo scenario europeo e il coordinamento internazionale

Come si è accennato, all'evoluzione del quadro normativo negli ultimi 2 anni hanno concorso e concorrono in misura crescente le norme stabilite a livello dell'Unione Europea finalizzate alla realizzazione del mercato interno dei servizi finanziari.

Si tratta di una normazione in taluni settori particolarmente pervasiva, secondo le linee delineate nel rapporto Lamfalussy del 2001 per il mercato dei valori mobiliari e successivamente estese anche ai settori del credito e delle assicurazioni.

Il rapporto Lamfalussy, con l'obiettivo di accelerare e favorire l'effettiva integrazione e armonizzazione nel settore finanziario, ha suggerito di strutturare la normativa europea secondo un modello "a cascata", articolato su quattro livelli.

Al primo livello si collocano le direttive e i regolamenti, adottati secondo la procedura di codecisione tra Consiglio e Parlamento, destinati a contenere principi di carattere generale.

Al secondo livello si collocano le direttive e i regolamenti adottati dalla Commissione Europea, con l'assistenza di appositi comitati, quali il Comitato che riunisce a livello europeo le Autorità di vigilanza del settore mobiliare (*Committee of European*

Securities Regulators – Cesr) e il Comitato valori mobiliari in cui siedono i rappresentanti degli Stati membri (*European Securities Committee* – Esc). Obiettivo delle norme di secondo livello è quello di stabilire regole di armonizzazione dettagliate, destinate a regolare uniformemente il comportamento dei diversi attori del mercato europeo.

Il sistema è poi completato dalle norme di terzo livello, ovvero dagli standard adottati dal Cesr per favorire l'attuazione coordinata della normativa e, soprattutto, la convergenza delle prassi operative di vigilanza. L'esistenza di norme uguali, infatti, non elimina gli arbitraggi regolamentari e la permanenza di diversi approcci nella vigilanza e nell'attività sanzionatoria può creare difformità nelle garanzie a tutela degli investitori. Al quarto livello si pone la verifica della Commissione Europea della tempestiva ed efficace attuazione delle disposizioni comunitarie nelle normative nazionali.

Ciascun paese deve quindi partecipare ai diversi livelli del processo legislativo comunitario attraverso le proprie istituzioni, politiche e tecniche. Queste devono essere in condizione di sostenere coerentemente le istanze di regolamentazione provenienti dal proprio ordinamento, per far sì che l'insieme delle misure elaborate a livello europeo, ormai caratterizzate da un livello di dettaglio assai elevato, non comporti necessità di adattamento dei sistemi nazionali a regole non pienamente condivise.

I risultati prodotti sin qui dall'attuazione del modello di regolamentazione a cascata, senz'altro positivi in termini di tempi ed estensione delle nuove iniziative legislative, costituiscono attualmente oggetto di valutazione da parte delle istituzioni comunitarie. Un apposito gruppo di "saggi" costituito dalla Commissione Europea, il *monitoring group*, ha pubblicato recentemente una prima ipotesi di raccomandazioni per migliorare l'efficienza del modello.

Un punto critico riguarda la limitata convergenza nell'operato concreto delle Autorità di vigilanza dei diversi paesi. Permangono infatti resistenze da parte delle Autorità a modificare le proprie prassi operative e a orientare i propri comportamenti verso standard comuni.

Le diversità nelle tipologie di mercati vigilati e, in particolare la dicotomia tra mercati dove si privilegiano gli aspetti di protezione del risparmio, per la diffusa presenza di investitori al dettaglio, e mercati dove si tende a favorire lo sviluppo dell'industria, non agevola lo sviluppo di approcci comuni nella vigilanza.

Inoltre, il mantenimento a livello nazionale di poteri di "alta vigilanza" in capo ai governi, con la possibile indicazione di linee di indirizzo sulle attività delle Autorità, può ridurre l'autonomia e ritardare la convergenza verso un approccio comune.

Le riflessioni svolte nell'ambito del *monitoring group* potrebbero quindi fornire un utile contributo per promuovere un maggior coordinamento tra le Autorità dei diversi paesi.

Per quanto attiene più in generale alla razionalizzazione delle attività di vigilanza su soggetti attivi su più mercati e al coordinamento nell'irrogazione di misure sanzionatorie, va rilevato come il forte radicamento di tali attività negli ordinamenti nazionali non consenta attualmente di addivenire a soluzioni, quali quelle auspiccate dall'industria, per cui un comportamento che costituisce violazione in più mercati venga sanzionato una sola volta. Per tali ragioni, un intervento da parte del Cesr non appare sufficiente. Dovrebbe essere il legislatore comunitario a intervenire, stabilendo regole chiare e precise sulle competenze, quanto meno in ambito amministrativo.

La normativa in materia di intermediari e mercati (direttiva MiFID)

Innovazioni profonde per il funzionamento dei mercati regolamentati di strumenti finanziari e per l'attività degli intermediari deriveranno dall'attuazione nell'ordinamento interno della direttiva sui Mercati di strumenti finanziari (MiFID⁴) e della normativa di secondo livello adottata formalmente dalla Commissione Europea nel 2006⁵.

Si tratta di un *corpus* normativo particolarmente ampio e dettagliato.

La notevole analiticità delle norme riguarda, in particolare, la disciplina degli intermediari e mira a consentir loro di operare sull'intero territorio comunitario sulla base delle regole vigenti nel paese di origine. In precedenza, infatti, il passaporto europeo rilasciato a un intermediario, essendo basato su norme europee di carattere generale, implicava comunque l'obbligo di rispettare le regole stabilite nei diversi paesi ospitanti per l'offerta di servizi, con conseguente frammentazione del mercato e aggravio di costi.

La prima significativa novità per l'ordinamento italiano riguarda la previsione di nuovi servizi di investimento e accessori. Tra i primi, viene menzionata la consulenza in materia di investimenti (in precedenza considerata un servizio accessorio) e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, la cui prestazione dovrà pertanto essere debitamente autorizzata. Con specifico riferimento alla consulenza in materia di investimenti, la direttiva 2006/73/CE chiarisce il perimetro del servizio, focalizzandone l'oggetto nella prestazione di raccomandazioni personalizzate relative a singoli strumenti finanziari, in ciò introducendo una rilevante differenza rispetto alla disciplina italiana vigente, nella quale il rilascio di singoli consigli relativi a strumenti finanziari, nel contesto dello svolgimento dei servizi di investimento, era stato di norma considerato parte integrante dei servizi di investimento prestati.

Per garantire la piena concorrenza tra intermediari europei e al contempo adeguata tutela ai risparmiatori, è stato necessario definire in dettaglio anche regole di organizzazione interna e di comportamento.

⁴ Direttiva 2004/39/CE.

⁵ Direttiva 2006/73/CE e Regolamento CE/1287/2006.

Sono meritevoli di menzione la possibilità di prestare servizi consistenti esclusivamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente (c.d. *execution only*); l'approccio previsto per garantire l'adempimento dell'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente (c.d. *best execution*); la disciplina degli incentivi (*inducements*).

Nell'*execution only*, l'impresa di investimento è esonerata dall'obbligo, normalmente previsto, di ottenere informazioni per valutare l'appropriatezza delle operazioni rispetto al profilo dell'investitore. In questo caso vengono meno le tutele previste nell'ordinamento italiano, nel quale l'obbligo di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti è disciplinato in modo analogo per tutti i servizi di investimento. È quindi importante che gli investitori italiani, il cui risparmio risulta in misura rilevante "amministrato" e non "gestito", siano chiaramente edotti del nuovo assetto regolamentare e, in particolare, del fatto che l'*execution only* è una modalità che garantisce velocità di esecuzione, ma che priva il cliente di qualsivoglia filtro di valutazione di "adeguatezza" degli investimenti da parte dell'intermediario.

Per quanto riguarda l'applicazione della regola di *best execution*, gli intermediari italiani dovranno dotarsi di nuovi sistemi e procedure che consentano il pieno adempimento dell'obbligo di assicurare al cliente la migliore esecuzione dell'ordine, nel nuovo contesto di concorrenza tra piattaforme di negoziazione⁶.

Un ulteriore aspetto meritevole di menzione riguarda la disciplina degli incentivi ricevuti o pagati dai prestatori dei servizi di investimento (*inducements*), in connessione con la propria attività. Sul punto, la direttiva 2006/73/CE ha previsto una disposizione rigorosa relativa alla possibilità per le imprese di ricevere (o erogare) pagamenti o altri benefici non monetari, in particolare concernenti soggetti terzi. Anche la disciplina comunitaria degli *inducements* prospetta consistenti effetti sull'industria dei servizi finanziari e sul ruolo di ciascun intermediario nella catena di produzione e distribuzione degli strumenti finanziari e dei servizi di investimento. L'ammissibilità di alcune forme di incentivo, peraltro ampiamente diffuse in diversi ordinamenti, subirà restrizioni in applicazione dei principi comunitari, con prevedibili effetti sulla rappresentazione ai clienti dell'oggetto dei servizi prestati e dei costi direttamente o indirettamente da essi sostenuti nonché possibili riflessi sulle modalità di remunerazione dei prestatori dei servizi di investimento. La disciplina in materia di *inducements*, unita all'assetto conferito dalle direttive al "nuovo" servizio di consulenza, potrà determinare l'enfaticizzazione, potenzialmente anche in termini di remunerazione, dell'autonomo valore di tale servizio.

A differenza del settore degli intermediari, nel quale il dettaglio delle norme di secondo livello preclude alle Autorità nazionali di effettuare scelte regolamentari

⁶ In presenza dell'obbligo di concentrazione degli scambi le condizioni di migliore esecuzione sono assicurate dall'esecuzione della negoziazione sul mercato regolamentato.

differentiate, nel settore dei mercati rimangono ambiti di discrezionalità nel recepimento delle norme nei singoli ordinamenti. Si fa riferimento, in particolare, alla regola di trasparenza dei prezzi di titoli diversi dalle azioni, per i quali è prevista una serie di opzioni, il cui esercizio potrà determinare notevoli divergenze tra i mercati europei. L'armonizzazione a livello comunitario, infatti, è stata limitata al settore azionario.

Viene anche meno la facoltà di applicare la regola di concentrazione degli scambi. In tal modo vengono create le condizioni per il libero esplicarsi della concorrenza fra infrastrutture di mercato e, quindi, per la libera scelta da parte di intermediari e investitori del "luogo" di esecuzione degli ordini. A ciò si accompagna il pieno riconoscimento di soggetti che offrono servizi per molti versi simili a quelli offerti dai mercati regolamentati (sistemi multilaterali di negoziazione e intermediari internalizzatori sistematici⁷), che vengono sottoposti ad apposita disciplina.

In tale contesto, deve essere garantita la possibilità di valutare in qualunque momento le migliori condizioni disponibili sul mercato per effettuare una transazione e di verificare a posteriori le condizioni alle quali l'operazione è stata conclusa. Per questo motivo, la direttiva introduce una serie di misure regolamentari e di vigilanza centrate su obblighi informativi.

La crescita delle fonti informative e la maggiore articolazione delle modalità e degli strumenti di negoziazione richiederà un maggiore sforzo nella costruzione di sistemi di analisi dei dati e delle informazioni. Il regime risulta piuttosto complesso, non solo per l'industria, ma anche per la vigilanza.

Il legislatore comunitario non ha stabilito norme vincolanti in materia di consolidamento delle informazioni, nell'auspicio che siano le libere forze del mercato a individuare la soluzione più efficiente. Le Autorità di vigilanza riunite nel Cesr, pur senza contravvenire a detto principio, hanno ritenuto di fornire alcune indicazioni quanto alle caratteristiche delle informazioni da rendere pubbliche, in modo da assicurare un livello di omogeneità che renda effettiva la possibilità di consolidamento delle informazioni.

Dal punto di vista della vigilanza, la Consob sta già ristrutturando i propri sistemi di monitoraggio degli scambi, partecipando, in collaborazione con le altre Autorità europee in sede Cesr, alla creazione del cosiddetto sistema *Trem* (*Transaction reporting mechanism*) destinato a consentire lo scambio tra Autorità di informazioni sulle transazioni su titoli quotati nei mercati regolamentati europei.

Il Parlamento ha approvato a inizio d'anno i criteri di delega per il recepimento della normativa appartenente al "sistema" MiFID, confermando essenzialmente l'impianto

⁷ Internalizzatore sistematico è l'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio, eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.

normativo del TUF per quanto attiene alla ripartizione delle competenze tra Consob e Banca d'Italia.

Tra i criteri di delega figurano, altresì, norme volte a introdurre nell'ordinamento interno la figura del "consulente indipendente", inteso come persona fisica, sottoposta alla vigilanza di un ordine professionale di nuova creazione. Alla Consob viene attribuita la vigilanza sul predetto ordine professionale.

La bozza di decreto legislativo delegato per l'attuazione della direttiva, recentemente pubblicata per consultazione dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, introduce nuove forme di collaborazione e coordinamento tra Consob e Banca d'Italia, al fine di minimizzare l'impatto sui soggetti vigilati e di evitare comunque duplicazioni di richieste. In quest'ottica si muove anche l'innovazione in base alla quale le materie dell'organizzazione interna, della gestione dei conflitti di interesse e degli incentivi alla distribuzione dovranno essere disciplinate da norme emanate congiuntamente dalle 2 Autorità.

La Consob sta lavorando alla predisposizione dei regolamenti di attuazione delle nuove norme nell'auspicio che, con il contributo di tutti i soggetti coinvolti, si possa avere un regime pienamente operante dal 1° novembre 2007, come richiesto dalla direttiva.

La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (direttiva Opa)

Il termine per il recepimento della direttiva sulle Opa è scaduto il 20 maggio 2006⁸. La complessità della materia e la rilevanza e l'ampiezza dei margini di discrezionalità lasciati ai legislatori nazionali hanno fatto sì che pochi paesi europei siano riusciti a

⁸ Il ritardo nel recepimento della direttiva Opa pone inoltre alcuni problemi applicativi dell'attuale disciplina italiana. Si pensi ad esempio al prezzo delle offerte obbligatorie successive, cioè di quelle che deve promuovere un soggetto che abbia superato il 30 per cento dei diritti di voto di una società quotata. Con la normativa italiana pre-direttiva (e ancora attualmente vigente) il prezzo dell'offerta è dato dalla media tra due componenti: il prezzo massimo pagato dall'offerente nei 12 mesi precedenti (che riflette normalmente anche il cosiddetto premio per il controllo) e il prezzo medio di mercato degli ultimi 12 mesi. Con il recepimento della direttiva il prezzo dovrà essere obbligatoriamente quello massimo pagato dall'offerente in un periodo compreso tra i 6 e i 12 mesi precedenti. È una differenza di non poco conto: solitamente il premio per il controllo è consistente soprattutto in Italia, quindi la possibilità che il prezzo dell'offerta possa essere "mediato" con il valore di mercato riduce considerevolmente gli oneri finanziari dell'offerente. La norma comunitaria, presentando un elemento di discrezionalità (il periodo per il calcolo del prezzo più alto), non può essere automaticamente applicata (*self-executing*). La Consob ha ritenuto di promuovere presso gli offerenti, sul piano della *moral suasion*, l'applicazione volontaria del criterio posto dalla direttiva, laddove esso porti a un prezzo di offerta più alto di quello risultante dall'applicazione del criterio nazionale. Potrebbe essere opportuna una disposizione transitoria che eviti dubbi interpretativi e possibili contenziosi.

rispettare la scadenza prevista. Alla fine di marzo 2007, il processo di recepimento si è però concluso nella maggior parte dei grandi paesi europei, con l'eccezione di Italia, Spagna e Belgio.

La direttiva Opa, al contrario delle cosiddette direttive Lamfalussy, è una direttiva di "armonizzazione minima" con la possibilità, per gli Stati membri, di esercitare una serie di opzioni, che si estendono sino alla facoltà di non recepire (c.d. *opt out system*) talune delle norme contenute nella direttiva. Si tratta, in particolare, delle cosiddette norme sulla "passività" degli amministratori (*passivity rule*), che richiedono l'autorizzazione dell'assemblea per l'adozione di misure di difesa, e di quelle sulla "neutralizzazione" (*break-through rule*), che sterilizzano una serie di strumenti che possono ostacolare un'Opa (patti di sindacato, restrizioni statutarie al diritto di voto, ecc.).

Inoltre, la direttiva prevede la possibilità di introdurre una "clausola di reciprocità" che consenta alle società bersaglio, sottoposte a norme sulla passività e/o sulla neutralizzazione, di disapplicare dette norme nel caso in cui l'offerente non sia sottoposto ad analoghe condizioni.

Un rapporto recentemente pubblicato dalla Commissione Europea sull'attuazione della direttiva indica che 8 paesi, tra cui Germania, Olanda e Lussemburgo, non hanno introdotto la *passivity rule* e che nessun paese (eccetto Estonia, Lettonia e Lituania) ha introdotto le regole di neutralizzazione prefigurate dalla direttiva.

In base ai dati raccolti dalla Commissione Europea, risulta che le società non sottoposte alla *passivity rule* rappresentano il 32% della capitalizzazione del mercato europeo e che i paesi che hanno recepito la clausola di reciprocità (tra cui Francia, Germania, Olanda, Portogallo e Spagna) rappresentano una capitalizzazione pari al 62%.

Alcuni paesi, come la Francia, hanno altresì introdotto vere e proprie misure di difesa (*poison pills*), come la possibilità di emettere titoli da assegnare ai soci al fine di aumentare il costo dell'acquisizione. La Francia ha inoltre introdotto norme particolarmente stringenti sull'obbligo, anche in presenza di sole voci di mercato (*rumors*), di dichiarare pubblicamente le proprie intenzioni e depositare un documento di offerta (entro un termine determinato volta per volta dall'Autorità) o, in caso contrario, di astenersi per 6 mesi dal lanciare un'Opa. Sono evidenti gli effetti che tali misure possono avere sulla contendibilità delle società, esponendo i potenziali scalatori all'obbligo di una dichiarazione di intenzioni prematura e fortemente condizionante sui comportamenti futuri. Nonostante la norma prescindendo dalla nazionalità del potenziale scalatore, è possibile che essa venga utilizzata a difesa di interessi nazionali, per scoraggiare acquisizioni ostili da parte di soggetti esteri.

Ciò ha trovato conferma in alcuni recenti casi che hanno coinvolto emittenti italiani nella veste di possibili scalatori di società quotate francesi.

Anche altre norme della direttiva sono state recepite in maniera tale da creare ostacoli al mercato del controllo societario. Tra esse, la soglia al passaggio della quale si

determina l'obbligo di lanciare l'Opa varia molto da paese a paese, arrivando fino al 66% in Polonia.

Si può, pertanto, concludere che, con l'eccezione del Regno Unito che ha mantenuto in maniera pressoché integrale un impianto normativo caratterizzato da un elevato grado di apertura del controllo societario, le scelte effettuate dagli altri principali paesi europei indicano una diffusa propensione a utilizzare le opzioni della direttiva per mantenere elementi di protezione degli assetti di controllo nazionali.

In Italia, la disciplina definita dal TUF, fortemente orientata alla tutela degli investitori e della contendibilità delle società quotate, ha contribuito a rendere il mercato italiano più dinamico e aperto ai cambiamenti. La Consob ha affermato, in più occasioni, l'opportunità di assicurare una linea di continuità con l'impostazione del TUF, mantenendo l'obbligatorietà dell'approvazione assembleare per l'adozione di strumenti di difesa e la possibilità di recesso *ad nutum* dai patti parasociali in caso di Opa.

Si tratta di due misure, apprezzate dagli investitori anche internazionali, che l'ordinamento italiano conosce da quasi 10 anni. In particolare, la possibilità di recesso dai patti di sindacato, che il legislatore comunitario ha mutuato proprio dalla disciplina italiana, rappresenta un elemento importante per garantire la contendibilità del controllo.

L'eventuale introduzione, consentita dalla direttiva, del principio di reciprocità, potrebbe determinare una riduzione della tutela degli interessi degli azionisti delle società italiane oggetto di un'offerta pubblica, ai cui fini non assume rilevanza il grado di apertura alla contendibilità del soggetto offerente.

È da rilevare però che, come esposto, sta emergendo un quadro caratterizzato da una generale riduzione della contendibilità del controllo, in particolar modo in caso di offerte transfrontaliere relative a settori di interesse strategico per le economie nazionali.

Allo stato, la definizione di un sistema normativo che, mantenendo gli attuali presidi in materia di misure di difesa e recesso dai patti di sindacato, consenta alle singole società italiane l'applicazione della regola della reciprocità può rappresentare una comprensibile e realistica reazione alle disomogeneità normative che si vanno determinando in ambito continentale.

Il sistema delineato garantirebbe alle società italiane che scelgono l'opzione statutaria della reciprocità la possibilità di difendersi da un offerente estero che non applica le medesime norme in materia di *passivity rule* e neutralizzazione, e permetterebbe alle società che non effettuano tale scelta di mantenere un regime di apertura completa, anche nei confronti di chi non applica il medesimo regime.

Inoltre gli azionisti, con la possibilità di adozione statutaria della regola della reciprocità, verrebbero coinvolti nella decisione, attraverso la partecipazione all'assemblea straordinaria di modifica statutaria, e si garantirebbe piena trasparenza sulle scelte degli emittenti e sulle ragioni di tali scelte.

Potrebbe poi essere valutata la possibilità di introdurre anche nell'ordinamento italiano una disposizione legislativa che rafforzi i poteri informativi della Consob, prevedendo poteri di richiesta di informazioni e di imposizione della diffusione di notizie ritenute necessarie per il mercato nei confronti di qualsiasi soggetto potenzialmente coinvolto nel lancio di un'offerta.

La disciplina dell'informazione e dei controlli societari

Il quadro delle innovazioni regolamentari di derivazione europea si completerà con l'attuazione della disciplina sugli obblighi informativi degli emittenti (direttiva *Transparency*⁹), i cui termini per il recepimento sono scaduti il 20 gennaio 2007.

Con la direttiva dovrà essere definito un sistema di diffusione delle informazioni sugli emittenti, integrato a livello europeo, finalizzato a consentire la parità di accesso all'informazione a prescindere dai tradizionali confini nazionali e dalle piattaforme di negoziazione su cui si opera. Dovrà, inoltre, essere istituito un sistema centralizzato che renda le informazioni pubblicate dalle società quotate accessibili agli investitori.

In un orizzonte temporale più lungo si pone l'attuazione della direttiva europea in materia di revisione obbligatoria dei conti¹⁰, che ha modificato in maniera radicale la disciplina contenuta nell'ormai superata ottava direttiva.

Estremamente innovativo per l'Unione Europea è il tema del controllo pubblico su tutta la categoria professionale dei revisori, novità che determinerà in Europa la fine degli spazi di autoregolamentazione della professione, sulla scia di quanto già avvenuto negli Stati Uniti a seguito del caso Enron. La direttiva prevede infatti che ogni Stato membro debba dotarsi di forme di controllo di natura pubblicistica sulla correttezza e qualità dei revisori, attraverso l'istituzione di organismi composti, almeno in maggioranza, da persone indipendenti estranee alla professione contabile.

Il sistema previsto nella direttiva appare sostanzialmente in linea con l'ordinamento italiano, che attribuisce da oltre 20 anni alla Consob rilevanti compiti di vigilanza e regolamentazione dell'attività di revisione sulle società quotate. Il sistema italiano supera in molti casi gli standard comunitari, soprattutto dopo le modifiche introdotte dalla riforma del risparmio che ha sensibilmente aumentato l'efficacia e l'estensione di tali compiti.

È comunque importante avviare una riflessione comune sulle possibili implicazioni derivanti dall'estensione del sistema di controllo previsto dalla direttiva a coloro che effettuano la revisione di società di interesse pubblico, non solo di società con titoli quotati

⁹ Direttiva 2004/109/CE.

¹⁰ Direttiva 2006/43/CE.

in borsa. La prevista vigilanza sui revisori persone fisiche, infine, amplia notevolmente l'ambito del controllo pubblico rispetto al sistema oggi vigente.

Evoluzione della normativa in tema di gestioni collettive

In sede europea il settore delle gestioni collettive ha sempre rappresentato una peculiarità. La normativa che regola questa attività si è stratificata nel tempo, senza raggiungere una visione unitaria e sistematica. Le norme vigenti si limitano ad armonizzare le caratteristiche del prodotto (quote del fondo) e alcuni profili relativi alla società di gestione.

Il Piano d'azione dei servizi finanziari, tuttavia, non ha dedicato particolare attenzione a questo settore, concentrandosi principalmente sulla normativa in materia di servizi di investimento. Dopo un lungo lavoro di analisi, la Commissione Europea ha pubblicato, nel novembre 2006, un Libro Bianco su una possibile riforma della legislazione, che dovrebbe condurre alla formalizzazione di una "direttiva fondi" secondo il modello Lamfalussy entro il 2008.

La scelta della Commissione non sembra tuttavia quella di un completo cambiamento di impostazione. L'obiettivo principale è favorire l'operatività transfrontaliera dei gestori, permettendo la realizzazione di economie di scala e consentendo forme di gestione in *pool* delle risorse dei diversi fondi. La Commissione Europea intende anche allargare il novero dei prodotti che rientrano nel perimetro dell'armonizzazione, già peraltro notevolmente ampliato attraverso la recente normativa che consente ai gestori di confezionare prodotti innovativi, anche attraverso il ricorso a prodotti derivati.

Per quanto attiene agli aspetti di interesse dell'investitore, la Commissione Europea ha annunciato l'intento di procedere a una profonda innovazione dell'attuale prospetto semplificato, introducendo regole, che saranno a breve sottoposte a consultazione, volte ad assicurare che l'investitore al dettaglio riceva un'informazione comprensibile e adeguata.

La Consob segue attivamente, anche attraverso la presidenza del gruppo Cesr sulle gestioni, le innovazioni in corso in sede europea, che possono rappresentare importanti opportunità di sviluppo per il mercato nazionale; mercato che, secondo una serie di studi pubblicati dalla Commissione Europea, soffre di inefficienze ed è caratterizzato da costi di distribuzione estremamente elevati.

Il gruppo presieduto dalla Consob ha elaborato, nel 2006, misure destinate alla semplificazione delle procedure di notifica per la commercializzazione transfrontaliera dei fondi comuni e norme di secondo e terzo livello sugli investimenti ammissibili dei fondi. Sulla base del quadro normativo vigente, il gruppo del Cesr è impegnato nel raggiungere il massimo coordinamento possibile delle prassi di vigilanza, anche grazie ai lavori di una *Task Force* recentemente costituita (*Investment Management Task Force*), anch'essa

coordinata dalla Consob, incaricata della valutazione degli aspetti operativi dell'attività di controllo.

Prospettive europee di consolidamento del settore di post-negoziazione (post-trading)

Il futuro delle infrastrutture di *post-trading* gioca un ruolo importante nella realizzazione di un mercato integrato europeo.

La Commissione Europea ha più volte sottolineato l'inefficienza dell'attuale struttura dell'industria dei servizi di *post-trading*, nonché i costi particolarmente elevati per il regolamento di transazioni transfrontaliere, in particolare rispetto al costo del regolamento delle transazioni a livello nazionale. A seguito degli esiti dell'analisi di impatto di una possibile direttiva, si è optato per favorire iniziative autonome dell'industria.

Alla fine del 2006, l'industria ha adottato un codice di condotta per le infrastrutture di *post-trading*, con l'obiettivo di favorire la concorrenza tra sistemi in funzione dei livelli di trasparenza assicurati. Inoltre, l'industria si è impegnata a favorire l'inter-operabilità tra i sistemi e l'accesso su basi non discriminatorie agli intermediari europei, in linea con la direttiva MiFID.

Nel corso del 2006, tuttavia, la Banca Centrale Europea si è fatta promotrice di un progetto di integrazione, denominato *Target2-Securities*, complementare al sistema dei pagamenti gestito dalla Banca Centrale, con l'intento di incrementare il livello di efficienza del regolamento transnazionale nell'area euro. In particolare, la Banca Centrale Europea si propone di realizzare il servizio di liquidazione mediante una piattaforma tecnologica unica direttamente gestita dalla BCE stessa.

In febbraio sono stati resi noti gli studi di fattibilità, che dimostrano i vantaggi di avere una piattaforma unica a livello europeo in termini di risparmi di costo e maggiore efficienza (anche tecnologica) a beneficio degli utenti diretti dei depositari centrali nazionali e, dunque, degli investitori finali.

Il libero operare delle forze di mercato non ha dato luogo finora a significativi avanzamenti sul fronte dell'armonizzazione e integrazione del *post-trading*, tanto da giustificare anche un intervento pubblico. Vanno comunque valutati gli effetti di tale iniziativa in un contesto che ha visto consolidarsi una tendenza alla privatizzazione delle infrastrutture di mercato i cui investimenti nel settore sono stati considerevoli.

Il coordinamento internazionale

La Consob ha partecipato alle attività in sede Iosco, l'organizzazione mondiale delle Autorità di vigilanza dei mercati mobiliari attiva dal 1986. L'attività dell'organizzazione nell'ultimo anno è stata guidata dai risultati del lavoro della *Task Force* sulle frodi finanziarie, istituita dopo gli scandali societari verificatisi nei principali paesi. Oggetto di