

consiglieri che ricoprono la medesima carica o svolgono incarichi di tipo dirigenziale all'interno della società capogruppo.

In tale quadro, nel corso del 2006, l'attività di vigilanza sulle Sgr è stata concentrata sulla verifica della loro capacità organizzativa e tecnica, in relazione all'ampiezza della gamma di fondi offerta. Sono emersi alcuni aspetti problematici in assenza di livelli dimensionali idonei a garantire adeguata efficienza nella gestione dei fondi.

Un'attività di vigilanza selettiva è stata condotta su un campione rappresentativo di società di medie e grandi dimensioni che gestiscono fondi aperti, al fine di verificare il rispetto delle norme di correttezza comportamentale e la reale indipendenza delle strategie produttive e commerciali dagli assetti di gruppo. Sono emerse alcune criticità nella definizione e nella gestione delle procedure organizzative e di controllo interno, che sono in corso di approfondimento, anche con il coinvolgimento degli organi di amministrazione e controllo delle società.

Con riguardo all'attività di vigilanza sul mercato dei fondi chiusi, l'attenzione è stata principalmente posta sulle regole di *governance* adottate dalle Sgr che gestiscono fondi chiusi immobiliari, un settore in costante crescita, e in particolare sui presidi a tutela dell'indipendenza delle decisioni d'investimento in situazioni di potenziale conflitto d'interessi.

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale ha riguardato anche la gestione dei fondi mobiliari chiusi, specializzati in azioni non quotate di società di medio-piccola dimensione (cosiddette Sgr di *private equity*). In considerazione delle peculiarità tipiche dei fondi di *private equity*, chiamati frequentemente a operare in presenza di situazioni di potenziale conflitto di interessi, l'azione di vigilanza si è anche avvalsa del coinvolgimento delle Associazioni di categoria, che hanno definito un "codice di autodisciplina". L'analisi del grado e delle modalità di adesione al codice costituirà utile riferimento per valutare l'assunzione di eventuali iniziative regolamentari sul tema.

Per ciò che riguarda il profilo dell'informativa da rendere ai sottoscrittori, con l'entrata in vigore dei nuovi schemi di prospetto dei fondi comuni a seguito del recepimento delle direttive comunitarie in materia è stato richiesto di inserire informazioni sull'entità percentuale delle retrocessioni di commissioni a favore dei collocatori, che costituiscono gran parte dei costi complessivi per gli investitori. Le retrocessioni ai collocatori intervengono, infatti, non solo nella fase di sottoscrizione, ma anche nel corso del periodo di investimento nel fondo, con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione e/o di incentivo.

Il miglioramento della trasparenza sui costi complessivi dei fondi, grazie all'evidenza dei loro costi di distribuzione, è tra i principali obiettivi indicati dalla Commissione Europea nel "Libro bianco sul rafforzamento del quadro normativo relativo ai fondi comuni d'investimento" del 15 novembre 2006. Secondo uno studio indipendente

realizzato per la Commissione Europea, le differenze di costo dei fondi azionari in Europa sono dovute principalmente ai costi di distribuzione. Una maggiore competizione tra i collocatori potrebbe tradursi in un consistente risparmio rispetto al costo complessivo gravante sugli investitori.

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

4.1 La collaborazione informativa con l'Autorità Giudiziaria

Lo svolgimento dell'attività di vigilanza della Consob comporta frequenti e intensi rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, con la quale si condividono sempre più ampi spazi di informazione.

Nel corso del 2006 la Consob ha trasmesso 73 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate, rilevate dalle evidenze istruttorie emerse nell'ambito dell'attività di vigilanza.

Le segnalazioni ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p. hanno riguardato in massima parte ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (tra le quali appropriazione indebita e truffa): si tratta prevalentemente di condotte rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari. Nell'esercizio delle funzioni di vigilanza sono altresì emerse violazioni della normativa del TUF in materia di abusivismo, oltre che violazioni dell'art. 2621 c.c. in materia di false comunicazioni sociali. Nel 2006, sono state inoltre segnalate 2 ipotesi penalmente rilevanti per abuso di informazioni privilegiate e 5 per manipolazione sia di tipo operativo sia di tipo informativo.

Nell'area della vigilanza sugli abusi di mercato, i rapporti di collaborazione tra Consob e Autorità Giudiziaria assumono particolare rilievo. L'evoluzione legislativa ha rafforzato l'intensità ed esteso l'ambito di applicazione della collaborazione, in conseguenza della coesistenza di due diversi sistemi sanzionatori orientati rispettivamente alla repressione degli illeciti penali e delle violazioni di natura amministrativa previsti dalla normativa.

La modifica del TUF, realizzata dalla legge 18 aprile 2005, n. 62 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee – Legge comunitaria 2004), ha determinato, rispetto al passato, un radicale ampliamento dei poteri attivabili dalla Commissione nel corso delle indagini preliminari, affiancando il ruolo dell'Autorità amministrativa a quello dell'Autorità Giudiziaria, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa, ora autonomamente sanzionabili dalla Consob (articoli 187-*septies* e 195, come novellati dalla legge n. 62/2005).

Nell'anno trascorso, tale collaborazione ha trovato proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende societarie "Antonveneta",

“Bnl/Unipol”, “Fiat”, “Autostrade” nonché a vicende riguardanti società calcistiche con azioni quotate, impegnando gli Uffici della Commissione in un’intensa attività di collaborazione e di scambio di informazioni e documenti con gli Uffici di Procura competenti.

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

Tali richieste (in totale 97) hanno riguardato sia l’acquisizione di dati concernenti i soggetti sottoposti alla vigilanza della Commissione, sia più specificamente documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell’Istituto nell’esercizio delle proprie funzioni.

4.2 Il contenzioso

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

La Consob, nel corso del 2006, si è costituita parte civile in 14 procedimenti penali per ipotesi di abusi di mercato od ostacolo all’attività di vigilanza⁹.

I reati di *insider trading* e manipolazione, compromettendo la possibilità della Consob di operare efficacemente e dunque di perseguire al meglio la realizzazione delle finalità istituzionali a essa attribuite, incidono direttamente sull’efficacia dell’operato dell’Autorità, con ciò legittimandola alla costituzione di parte civile al fine di ottenere il ristoro dei danni morali sofferti a seguito della lesione degli interessi affidati alla sua cura.

In proposito, l’art. 187-*undecies*, comma 2 del TUF connota espressamente il danno cagionato all’integrità del mercato, da liquidare a favore della Consob quale Autorità di vigilanza titolare dell’interesse pubblico all’integrità del mercato e preposta dall’ordinamento interno e comunitario alla sua tutela¹⁰.

Tale impostazione, che ha trovato per la prima volta pieno accoglimento nella giurisprudenza in esito a un giudizio per manipolazione del mercato nel marzo 2006, ha

⁹ Si è trattato in particolare di 5 procedimenti per *insider trading*, 7 per manipolazione del mercato e 2 per ostacolo all’attività di vigilanza. Nella maggior parte dei procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni all’esito dell’attività di vigilanza svolta.

¹⁰ Vengono anche stabiliti taluni criteri, quali l’offensività del fatto, le qualità personali del colpevole e l’entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, che il Giudice potrà utilizzare al fine di determinare sommariamente l’entità del danno cagionato dagli imputati nell’ambito di una valutazione eventualmente equitativa.

ricevuto ulteriori conferme con 3 sentenze, emanate dal Tribunale di Milano negli ultimi mesi del 2006, con le quali è stata disposta la condanna degli imputati al risarcimento, tra l'altro, del danno non patrimoniale cagionato alla Consob da delitti di abuso di mercato.

Tra i procedimenti pendenti, particolare rilievo assume quello presso il Tribunale di Milano nei confronti di esponenti aziendali e dipendenti di alcune banche estere (anche con succursale in Italia) e di una Sgr italiana¹¹, ai quali sono state contestate condotte di aggioaggio informativo concernente le azioni e i titoli Parmalat quotati presso la Borsa di Milano e altri strumenti finanziari emessi da Parmalat o collegati al rischio di credito di tali strumenti (*credit default swap*).

La vicenda è emersa in seguito alle complesse indagini avviate dalla Procura della Repubblica di Milano in relazione al “crac Parmalat”, all’esito delle quali, come noto, nel 2004 aveva avuto inizio il procedimento – attualmente nella fase dibattimentale – nei confronti degli esponenti aziendali, dipendenti e revisori del Gruppo Parmalat, imputati dei reati di aggioaggio, falso in bilancio e ostacolo alle Autorità di vigilanza, ove la Consob si è ugualmente costituita parte civile.

Nell’ambito dei procedimenti per *insider trading*, due riguardano la particolare fattispecie del *front running*. Con tale termine viene definita la condotta di un soggetto (di norma, un negoziatore) che pone in essere operazioni sul mercato traendo vantaggio dalla conoscenza anticipata di un ordine di rilevanti dimensioni, di imminente esecuzione sul mercato stesso. Uno di essi si è concluso in primo grado con sentenza del 25 ottobre 2006, che, nel disporre la condanna di uno degli imputati, ha affermato, per la prima volta in Italia, la rilevanza penale della condotta sopra indicata.

Negli ultimi anni, un numero crescente di giudizi civili sono stati intentati contro la Consob per asserita mancata vigilanza in relazione a vicende che hanno comportato rilevanti perdite per i risparmiatori (“Cirio”, “Parmalat” e “Argentina”). Le 36 sentenze rese finora dai giudici civili hanno respinto le richieste di risarcimento formulate nei confronti della Consob¹².

¹¹ Si tratta della stessa Sgr a carico della quale e dei relativi esponenti aziendali interessati la Consob ha comminato, nel corso del 2006, sanzioni amministrative pecuniarie per violazione delle regole di condotta, in relazione all’operazione di acquisto e successiva dismissione di obbligazioni emesse dal gruppo Parmalat nel periodo immediatamente antecedente la dichiarazione di *default*.

¹² In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob, che avrebbe consentito il collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che i titoli obbligazionari acquistati dagli attori non avevano formato “oggetto di un’attività di sollecitazione all’investimento o di collocamento diretto al pubblico indistinto ma soltanto alle banche e agli altri investitori (c.d. *private placement*) caso nel quale la legge non prevede la necessità di ricorrere alla pubblicazione di un prospetto informativo da sottoporre al controllo preventivo della Consob; né era previsto il c.d. prospetto di

Tali sentenze hanno peraltro in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente loro condanna al risarcimento dei danni.

In altri due casi, nel corso del 2006, è stato respinto dalla Corte di Appello di Roma il ricorso avverso la domanda risarcitoria proposta, tra gli altri, nei confronti della Consob per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza relativamente a società fiduciarie¹³.

Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

Il contenzioso riguardante i provvedimenti adottati o proposti dalla Consob nell'esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie ha subito un forte incremento negli ultimi anni, in conseguenza dell'intensificazione di tali provvedimenti soprattutto connessi alle vicende, sopra menzionate, legate alla negoziazione di strumenti finanziari emessi da soggetti successivamente rivelatisi in situazioni di dissesto finanziario.

Nel 2006 si è concluso il contenzioso instaurato avanti alle Corti d'Appello territorialmente competenti, avverso le sanzioni concernenti le vicende "Cirio" e "Argentina". Al pari delle decisioni assunte nel 2005 (di cui si è dato conto nella Relazione per l'anno 2005), le pronunce depositate nel 2006 hanno riconosciuto la sussistenza delle violazioni accertate; solo in un caso, la Corte d'Appello ha ridotto l'importo delle sanzioni comminate avendo ritenuto "*prescritto il diritto dell'Amministrazione di riscuotere le somme di cui alle sanzioni inflitte*" nei confronti di due esponenti aziendali, ma ha confermato per il resto il decreto sanzionatorio¹⁴.

Altre sanzioni adottate per violazione delle disposizioni di settore in occasione del collocamento e negoziazione di obbligazioni societarie (Lucchini, Giacomelli, Italtractor e Giochi Preziosi) sono state impugnate avanti alla Corte d'Appello di Milano, che ha deciso sulle relative opposizioni confermando la fondatezza della pretesa sanzionatoria¹⁵.

quotazione, trattandosi di titoli non ammessi alla quotazione su un mercato regolamentato".

¹³ In un caso, è stata confermata la sentenza di primo grado che aveva correttamente dichiarato prescritto il diritto degli appellanti al risarcimento del danno, nell'altro caso è stata rilevata la mancanza del nesso causale tra pretesa omissione di vigilanza e danno sofferto dagli appellanti.

¹⁴ Avverso le decisioni con cui le Corti d'Appello hanno respinto le opposizioni ai decreti sanzionatori, nel corso del 2006 sono stati interposti quattro ricorsi in Cassazione.

¹⁵ Di particolare rilievo appare il fatto che nel respingere i ricorsi intentati sia stata ribadita la necessità che, anche nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli obbligazionari, gli intermediari mobiliari si dotino di apposite e specifiche procedure interne, finalizzate, in particolare, alla puntuale conoscenza degli strumenti finanziari offerti e alla compiuta informativa agli investitori in merito alle loro caratteristiche. In un caso, la Corte d'Appello di Milano ha considerato compresa nell'ambito della prestazione

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel corso del 2006 la giurisprudenza amministrativa ha confermato le decisioni assunte dalla Consob relativamente alla vicenda dell'acquisizione del controllo della Banca Antonveneta. In particolare, il Tar del Lazio ha rigettato il ricorso di impugnazione dell'atto di accertamento dell'interposizione di due fondi comuni di diritto estero gestiti dalla società ricorrente (aventi sede nelle Isole Cayman) negli acquisti di azioni della Banca Antonveneta posti in essere dalla Banca Popolare di Lodi.

Il giudice amministrativo ha sancito la legittimità dell'atto di accertamento dell'interposizione dei fondi esteri sotto il profilo della coerenza e logicità del ragionamento seguito e sotto il profilo della completezza della motivazione, confermando la necessità che la Consob, per realizzare i propri obiettivi di vigilanza, debba ricorrere, in alcuni casi, ad accertamenti presuntivi in considerazione delle palesi "finalità antielusive avute di mira dal legislatore".

Il Tar del Lazio ha anche rigettato un ricorso avverso la qualificazione di un'operazione di ristrutturazione del debito intrapresa da un gruppo quotato (Finpart) come "sollecitazione all'investimento" e non come "offerta pubblica di scambio", con la conseguente applicabilità della relativa disciplina e in particolare dell'art. 96 del TUF, ai sensi del quale *"la sollecitazione all'investimento non può essere effettuata se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio"*.

Il Tar nel corso dell'anno ha confermato sanzioni adottate dalla Commissione nei confronti di società di revisione. Tra queste, ha respinto il ricorso presentato dalla società di revisione che aveva rilasciato il giudizio sui bilanci di Parmalat e della sua controllata estera Bonlat Financing Corporation avverso il procedimento di cancellazione dall'albo a seguito della commissione di gravi irregolarità.

di tale servizio anche l'attività di elaborazione di opinioni sul merito di credito (*credit opinion*) e l'attribuzione di giudizi di *rating* relativi a prestiti obbligazionari da collocare sul mercato, giacché anche tale attività, in quanto direttamente incidente sulle condizioni di offerta degli strumenti finanziari, è riconducibile al servizio di investimento e di collocamento, di cui rappresenta una fase operativa, ed è pertanto assoggettabile alle regole che disciplinano quel servizio.

III – LE LINEE DI INDIRIZZO DELL’ATTIVITÀ DELLA CONSOB

Lo scenario in cui si colloca l’attività istituzionale di tutela del risparmio si evolve rapidamente e con continuità, sia a livello internazionale che nazionale. In Italia, la Consob e i partecipanti al mercato si trovano a operare in un “mondo nuovo” che sta cambiando profondamente il ruolo della regolamentazione e i comportamenti tradizionalmente assunti nel nostro ordinamento.

Notevoli sono le difficoltà e i costi di adattamento, particolarmente intensi in questa fase, che vede l’attuazione di riforme legislative di sistema e il recepimento di importanti direttive comunitarie.

Il processo in corso deriva da due esigenze parallele: ripristinare un adeguato livello di fiducia in un mercato che ha assistito a gravi violazioni di regole e di valori; garantire un sistema omogeneo di regole che consenta il libero confronto di una competizione globale basata su capacità imprenditoriali.

Il ruolo della Consob, in questo contesto, è fondamentalmente quello di tradurre nella realtà del mercato i principi di una regolamentazione che non può più ambire alla disciplina puntuale di tutti i fenomeni presenti. Il sistema normativo è ormai orientato verso il consolidamento di obiettivi generali di tutela del risparmio e lascia flessibilità nella definizione degli strumenti di intervento via via più efficienti.

L’esperienza di vigilanza maturata consente di diagnosticare le aree di debolezza esistenti e progettare i rimedi.

I tradizionali metodi di regolamentazione e vigilanza, basati su un approccio che vede le Autorità intervenire alla comparsa di sintomi di patologia, si sono rivelati insufficienti in tutte le principali economie.

La complessità del mercato, dei suoi prodotti e delle strutture di chi vi opera richiede che si valorizzino le capacità di autocontrollo delle società e degli intermediari, con un miglioramento delle funzioni interne di verifica e sorveglianza della correttezza dei comportamenti. È necessaria anche una maggiore assunzione di responsabilità e capacità di autotutela da parte dei risparmiatori e una sempre maggiore capacità di percezione delle fragilità e dei rischi da parte delle Autorità.

Si tratta, quindi, di costruire un sistema di regole ampiamente condiviso, attraverso l’ormai consolidata dialettica tra regolatori e partecipanti al mercato nella fase di elaborazione di nuove norme e prassi comportamentali.

La Consob è da tempo impegnata nell’obiettivo di superare l’approccio basato sulla determinazione di regole molto dettagliate. Queste, infatti, oltre a minare la capacità di una efficiente auto-organizzazione degli operatori, riducono l’assunzione di responsabilità nell’interpretare la corretta attuazione dei principi della regolamentazione.

Un esempio concreto è venuto dalla continua attività di chiarimento svolta, con finalità non repressive, in occasione della transizione dei bilanci verso i nuovi principi contabili internazionali. La Consob ha dialogato con le società, comprendendo le difficoltà interpretative e applicative, e fornito indirizzi che garantissero il raggiungimento dell'obiettivo sostanziale della correttezza dell'informazione finanziaria.

Gli operatori, le società e i risparmiatori che vivono sul mercato possono fornire le migliori indicazioni sui principali bisogni di tutela e sugli strumenti più efficienti per conseguirla; su quale sia il livello quantitativo e qualitativo dell'informazione idonea a tutelare la consapevolezza di un investitore; su quale sia l'area in cui una maggiore trasparenza evidenzierebbe pratiche scorrette o elusive diffuse sul mercato; su quali siano i costi che si possono ridurre attraverso iniziative di autoregolamentazione.

È un approccio nuovo, che pone l'enfasi sulla capacità del mercato di perseguire prospettive evolutive basate sul rispetto e sulla tutela dei risparmiatori, in quanto risorsa primaria dello sviluppo.

La Consob apporta il proprio contributo nel perseguire questo obiettivo, sia sul fronte dell'attuazione dell'estesa competenza regolamentare che il legislatore le ha assegnato, sia sul fronte della vigilanza di sistema su società, mercati e intermediari.

L'elaborazione dei regolamenti che danno attuazione ai principi introdotti dalla riforma del risparmio si è sviluppata attraverso un'intensa consultazione del mercato e delle associazioni dei risparmiatori.

La consultazione rappresenta una fase indispensabile del processo di regolamentazione, cui anche il legislatore ha attribuito rilevanza istituzionale. Il confronto di interessi, non sempre convergenti, fornisce indicazioni che devono essere adeguatamente considerate per trovare il migliore equilibrio tra costi e benefici delle regole.

Tale modo di operare tende a garantire trasparenza e condivisione del contenuto delle norme. A ciò consegue che i costi da sostenere vanno percepiti come necessari per porre rimedio alle debolezze rilevate sul mercato.

A questo approccio nella definizione delle regole si accompagna una linea di indirizzo della vigilanza che, attraverso l'analisi dei principali fattori di debolezza nei diversi settori, si pone l'obiettivo di concentrare le attività e le risorse sui fenomeni che presentano maggiori rischi per la tutela del risparmio e lo sviluppo del mercato (*risk-based approach*). È un orientamento che richiede di elaborare modelli e sistemi di analisi tecnicamente complessi e di dotarsi di strutture organizzative e prassi operative flessibili e capaci di progressivo adattamento. La Consob, come altre Autorità di vigilanza sui mercati finanziari, è impegnata in questo processo di trasformazione.

1. I regolamenti attuativi della riforma del risparmio

La legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) ha inciso profondamente sul quadro normativo dei mercati finanziari e ha rafforzato notevolmente il ruolo della Consob.

L'improvvisa accelerazione dell'*iter* della legge sul risparmio, impressa a fine 2005, ha reso necessari alcuni interventi di razionalizzazione e di coordinamento della disciplina attuati con il decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303 (c.d. decreto Pinza) nell'esercizio della delega contenuta nell'art. 43 della stessa legge sul risparmio; tale decreto, frutto di un confronto e di un approfondimento cui la Consob ha partecipato attivamente, ha reso più efficiente la portata innovativa di talune disposizioni della legge sul risparmio.

In alcuni casi, gli interventi di adeguamento sono stati finalizzati ad assicurare compatibilità tra la normativa nazionale e quella comunitaria¹.

In altri casi, gli interventi realizzati sono stati finalizzati a restituire coerenza al sistema sulla base dei principi fondanti della riforma del 2005, tra i quali, in particolare, quello del migliore perseguimento della ripartizione per finalità delle competenze delle Autorità di vigilanza.²

Ulteriori disposizioni previste nel d.lgs. 303/2006 attengono alla disciplina delle Autorità e sono finalizzate a imprimere maggiore impulso alla collaborazione istituzionale, attraverso la possibilità di invitare la Consob e altre Autorità di settore alle riunioni del Cidr. Peraltro, come già accennato, il disegno di riforma delle Autorità indipendenti prevede la soppressione del Cidr e la contestuale istituzione di un Comitato per la stabilità finanziaria, composto dal Ministro dell'Economia, che lo presiede, dal Governatore della Banca d'Italia e dal Presidente della Consob. A singole riunioni del Comitato possono essere invitati il Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, altri ministri e altri soggetti dei quali sia opportuna la consultazione.

¹ Con le modifiche apportate all'art. 100-*bis* del TUF, si è assicurata la compatibilità tra la disciplina della circolazione presso il pubblico di prodotti finanziari originariamente destinati a investitori professionali e le disposizioni della direttiva MiFID e delle sue misure di attuazione, che escludono l'obbligo degli intermediari di fornire specifiche informazioni su singoli titoli. Il d.lgs. 303/2006 ha optato per una formulazione della norma che, pur conservando il suo originario valore precettivo, si allinea alle previsioni della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche (direttiva 2003/71/CE), alla cui attuazione il Governo è stato delegato ai sensi dell'art. 12 della stessa legge n. 262/2005.

² In particolare, nella materia dell'offerta di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, assoggettata dalla legge sul risparmio alla disciplina della sollecitazione e delle regole di condotta stabilite dal TUF, sono stati risolti taluni problemi interpretativi e di coordinamento, consentendo una più compiuta applicazione a tali prodotti delle norme già applicabili agli altri strumenti finanziari.

Il decreto introduce inoltre disposizioni che rafforzano l'indipendenza delle Autorità, assicurando loro protezione legale in caso di attività svolta *bona fide* nell'esercizio dei compiti istituzionali, in linea con i principi internazionali.

Il complesso delle innovazioni introdotte dai citati interventi legislativi in pochi casi ha avuto diretta attuazione. Fra queste vanno ricordati gli obblighi di trasparenza relativi alla emissione delle obbligazioni bancarie la cui prima attuazione ha comportato problemi interpretativi e, soprattutto, un rilevante impatto operativo sull'Istituto.

Altre modifiche normative presuppongono, invece, provvedimenti attuativi di competenza del Governo (in materia di procedure di conciliazione e arbitrato e di trasparenza delle società stabilite in paradisi legali); in questi casi, il previsto intervento regolamentare della Consob non potrà che essere successivo all'adozione di tali provvedimenti.

Nella generalità dei casi, tuttavia, l'attuazione delle norme di legge è stata demandata direttamente alla potestà regolamentare della Consob che è stata quindi chiamata, nei primi mesi del 2007, a un gravoso impegno in numerose aree tematiche. La complessità dei compiti attribuiti alla Consob è ancor più accentuata dal fatto che la normativa primaria, soprattutto in materia di governo societario e di controlli interni agli emittenti quotati, è intervenuta su aspetti di dettaglio, fissando principi che spesso non hanno riscontro negli altri ordinamenti dei paesi comunitari.

Il processo regolamentare si è giovato ampiamente dei contributi apportati dagli operatori del mercato e dalle associazioni dei risparmiatori nel processo di consultazione, che la Consob ha condotto nei ristretti limiti di tempo previsti per l'entrata in vigore dei regolamenti, ricercando il massimo coinvolgimento di tutti gli interessi. Gli esiti del confronto hanno contribuito a individuare le modalità più idonee per attuare le misure di rafforzamento della tutela del risparmio, contenendo i vincoli e gli oneri che potessero condizionare negativamente l'attività e la competitività degli operatori e la loro capacità di adattarsi rapidamente ai mutamenti del contesto operativo.

Di particolare rilievo sono i nuovi compiti regolamentari che la riforma del risparmio ha assegnato alla Consob nell'ambito del governo societario e dei controlli interni agli emittenti quotati.

Con riferimento all'elezione dei rappresentanti delle minoranze azionarie negli organi sociali, che la riforma del risparmio ha previsto per gli organi di amministrazione e di controllo, gli aspetti principali oggetto della regolamentazione Consob riguardano:

- la determinazione della soglia minima di partecipazione al capitale che gli statuti devono prevedere per la presentazione di liste per l'elezione dei membri dell'organo di amministrazione;

- le modalità per l'elezione di un membro dell'organo di controllo da parte di soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con gli azionisti che hanno presentato o votato la lista che ha raccolto il maggior numero di voti.

La Consob si è posta come obiettivo, da un lato, quello di favorire l'effettiva presenza di rappresentanti delle minoranze all'interno degli organi di amministrazione e controllo, tenuto conto soprattutto della limitata efficacia che la previsione del TUF aveva avuto con riguardo al collegio sindacale; dall'altro, quello di costruire un sistema regolamentare che considerasse le caratteristiche delle società, con riguardo alla dimensione e alla struttura proprietaria, al fine di calibrare le condizioni di esercizio dei diritti delle minoranze alle reali opportunità ed esigenze che si determinano nelle diverse situazioni.

Legato all'esigenza di rafforzare l'efficacia del funzionamento degli organi di controllo nelle società quotate è anche il tema del cumulo degli incarichi. Alla Consob la riforma del risparmio ha affidato il compito di determinare limiti per l'assunzione, da parte dei componenti degli organi di controllo di emittenti quotati e diffusi, di incarichi di amministrazione e di controllo in altre società di capitali e di stabilire modalità e termini per l'informazione circa gli incarichi rivestiti dai predetti soggetti in altre società.³

La Consob nel regolamentare tale materia, particolarmente delicata, ha tenuto conto delle caratteristiche assunte dagli organi di controllo nei diversi modelli societari, con l'obiettivo di garantire un'adeguata disponibilità e un'elevata qualità tecnico-professionale dei loro componenti.

Altra area rilevante, su cui la riforma del risparmio ha aperto spazi per interventi sia di trasparenza societaria che di vigilanza, riguarda i piani di compenso basati su azioni o altri strumenti finanziari. L'introduzione dell'obbligo dell'approvazione assembleare per l'adozione di tali piani e la previsione di dettagliati obblighi di trasparenza sulle loro motivazioni e caratteristiche trovano fondamento nell'opportunità di prevedere forme di tutela degli azionisti nei confronti di possibili patologie.

L'esperienza ha mostrato come tali forme di remunerazione possano, da un lato, consentire fenomeni di espropriazione di risorse della società, dall'altro, costituire incentivo per effettuare politiche gestionali non favorevoli agli interessi degli azionisti ovvero abusi riguardo all'informazione societaria e all'integrità dei mercati finanziari.

Le scelte regolamentari effettuate dalla Consob vanno nella direzione di attribuire importanza centrale alla consapevolezza dei soci, che decidono tramite la delibera

³ L'art. 148-bis del Testo unico, introdotto dall'art. 2, comma 1, lett. b), della legge sul risparmio, prevede che tali limiti siano stabiliti avendo riguardo all'onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione della società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa.

assembleare, e alla presenza di adeguate informazioni da diffondere al pubblico in tutte le fasi su cui può articolarsi la concreta determinazione delle condizioni dei piani e la loro attuazione.

L'esigenza di rafforzare la trasparenza sui sistemi di governo societario delle società quotate, valorizzando la complementarità tra le forme di autoregolamentazione e la vigilanza pubblica, è alla base delle nuove norme introdotte dalla riforma del risparmio sulla trasparenza in merito all'adesione degli emittenti quotati a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori, secondo modalità e termini stabiliti con regolamento dalla Consob.

Nel disciplinare l'informazione relativa all'adesione ai codici di comportamento e all'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, la Consob ha inteso privilegiare l'esigenza di confrontabilità delle relazioni sull'adesione ai codici di comportamento pubblicate dagli emittenti, assicurando margini di flessibilità nell'elaborazione dei criteri per la loro compilazione che resta demandata al soggetto che promuove il codice.

Altri interventi regolamentari in materia di informazione societaria attengono: alla definizione delle modalità e dei termini per il controllo periodico delle informazioni comunicate al pubblico dagli emittenti quotati (in tal modo viene richiesto all'Istituto di dare trasparenza ai criteri che presiedono alla propria attività di vigilanza); al rafforzamento della disciplina di trasparenza per le operazioni di fusione per incorporazione in una società quotata di una società non quotata i cui attivi siano significativamente superiori a quelli della quotata; alla definizione del contenuto dell'attestazione che il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili deve rilasciare circa l'applicazione delle procedure per la formazione del bilancio di esercizio e la corrispondenza dei documenti contabili ai libri e alle scritture contabili.

Numerosi e articolati sono stati gli interventi operati dal legislatore sulla disciplina della revisione contabile, essenzialmente finalizzati a neutralizzare i conflitti di interesse emersi a seguito dei noti casi di dissesto finanziario. In tale ambito alla Consob è stato attribuito un ampio potere di dettare norme di attuazione, che investe pressoché la totalità delle materie attinenti alla revisione.

Un particolare richiamo merita la nuova disciplina delle incompatibilità fino ad ora desumibile dall'art. 3 del d.p.r. 136/1975. Il nuovo testo dell'art. 160 del TUF ha attribuito alla Consob il compito di stabilire le situazioni di incompatibilità al fine di assicurare l'indipendenza sia della società di revisione che del responsabile della revisione.⁴

⁴ L'art. 160 ha altresì delegato la Consob: ad individuare i criteri per stabilire l'appartenenza di un'entità alla rete di una società di revisione; a determinare le caratteristiche degli incarichi e dei rapporti che possono compromettere l'indipendenza della società di revisione; a stabilire le forme di pubblicità dei compensi che la società di revisione e le entità appartenenti alla sua rete hanno percepito, distintamente, per incarichi

La Consob ha disciplinato, coerentemente con i principi comunitari⁵, le diverse situazioni suscettibili di compromettere l'indipendenza del revisore con riferimento alla società di revisione e a tutti i soggetti che possano, in relazione allo specifico incarico, influenzare il risultato della revisione.

Inoltre, sono stati individuati⁶ i criteri di trasparenza contabile, di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controlli interni che società estere extraeuropee devono rispettare affinché le azioni della società controllante possano essere quotate in Italia. Si tratta di requisiti essenziali per evitare che la società estera possa essere utilizzata quale veicolo per operazioni non trasparenti e potenzialmente lesive degli interessi degli azionisti, dei creditori e del mercato.

Sono state, inoltre, delineate le condizioni che inibiscono la quotazione di emittenti sottoposti alla direzione e al coordinamento di un'altra società. Sulla base dell'esperienza maturata, le problematiche connesse alla quotazione di siffatti emittenti sono da ricondurre essenzialmente alla possibile mancanza di autonomia sia commerciale e finanziaria, sia degli organi di gestione e di controllo della società quotanda.

Relativamente alle "società finanziarie", considerate le diverse configurazioni che in concreto può assumere la loro attività, dalle *holdings* di partecipazioni fino alle sempre più diffuse tecniche di investimento e gestione di portafogli azionari (ad esempio strategie di *private equity* o di *venture capital*), la Consob ha ritenuto di adottare una regolamentazione per principi piuttosto che prevedere stringenti e dettagliati requisiti, ritenendo elemento chiave della nuova disciplina l'individuazione di criteri di trasparenza circa le modalità di gestione degli investimenti, con particolare riferimento alla diversificazione del rischio.

Nella materia degli intermediari l'art. 25-*bis* del TUF, introdotto dalla legge sul risparmio e successivamente modificato dal decreto correttivo, dispone l'applicazione delle norme in materia di contratto e criteri generali di condotta (artt. 21 e 23) alla sottoscrizione

di revisione e per la prestazione di altri servizi indicati per tipo o categoria; a individuare, rispetto ai servizi non *audit* che non possono per legge essere prestati dalla società di revisione, dalla sua rete, né da altri soggetti ivi indicati, alla società che ha conferito l'incarico di revisione e alle società da essa controllate o che la controllano o sono sottoposte a comune controllo, ulteriori servizi e attività, anche di consulenza inclusa quella legale, non collegati alla revisione, cui estendere tale divieto.

⁵ Raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 ("L'indipendenza dei revisori legali dei conti UE: un insieme di principi fondamentali"), i cui principi sono stati recepiti in un documento emanato dai Consigli nazionali dei dottori commercialisti e dei ragionieri, raccomandato dalla Consob nel 2005 e intitolato "Principi sull'indipendenza del revisore".

⁶ Le disposizioni danno attuazione all'art. 62, comma 3-*bis*, del TUF, riguardante la determinazione delle condizioni per la quotazione di società controllanti società estere extraeuropee, di società controllate sottoposte all'attività di coordinamento e direzione di altra società e di società finanziarie.

e collocamento, da parte delle banche e delle imprese di assicurazione, di propri prodotti finanziari. A tale scelta legislativa, dovuta anche al progressivo superamento della tradizionale e rigida tripartizione del mercato finanziario nei settori bancario, assicurativo e mobiliare, consegue l'attribuzione alla Consob del compito di disciplinare, con regole di dettaglio, l'attività distributiva di tali prodotti. Le norme regolamentari completano la previsione generale contenuta nella legge sul risparmio che sottopone alla disciplina del prospetto le offerte al pubblico aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione.

2. Le linee di sviluppo della strategia di vigilanza nelle aree istituzionali

2.1 La vigilanza sugli intermediari

L'universo di riferimento per l'attività di vigilanza sugli intermediari è caratterizzato dal numero elevato di soggetti che prestano servizi d'investimento e da una diffusa polifunzionalità delle loro attività, che vede la prestazione di più tipologie di servizi svolte dallo stesso soggetto o da soggetti appartenenti al medesimo gruppo.

Queste caratteristiche strutturali, comuni a molti paesi dell'Europa continentale, assumono particolare intensità nella realtà italiana, nella quale a una notevole frammentazione dell'offerta dei servizi di investimento si affianca una ridotta specializzazione dei soggetti, derivante dalla predominanza di gruppi bancari che offrono l'intera gamma dei servizi d'investimento.

In questo quadro, i fattori critici che orientano la vigilanza sono rappresentati dalla presenza dei conflitti di interessi all'interno dei gruppi polifunzionali e dai possibili effetti delle crescenti pressioni competitive sui comportamenti e sugli assetti degli intermediari.

Strumento di vigilanza è la definizione di un modello di analisi dei fattori di rischio che consenta di selezionare le attività di controllo e di orientare la direzione e l'intensità degli interventi.

La costruzione di tale modello, avviata negli ultimi anni, ha richiesto ingenti investimenti nella raccolta e sistematizzazione di un insieme complesso di dati e informazioni, provenienti sia da segnalazioni di vigilanza degli intermediari sia da fonti eterogenee di natura più qualitativa (accertamenti ispettivi, esposti dei clienti, notizie e indiscrezioni diffuse sul mercato, incontri con revisori ed esponenti aziendali).

Il modello di vigilanza implica il progressivo adattamento, in base alle esperienze maturate, della procedura standardizzata di analisi quali/quantitativa delle fonti informative. Obiettivo della procedura è il calcolo di indici valutativi per ciascun servizio di investimento. La successiva aggregazione degli indici consente di elaborare valori sintetici riferiti ai singoli intermediari. La comparazione, anche attraverso adeguati fattori

di ponderazione dei rischi, degli indicatori sintetici dei singoli intermediari porta alla definizione di una graduatoria delle priorità di vigilanza.

L'applicazione del modello, che richiede un costante monitoraggio delle condizioni di mercato, è influenzata dalle innovazioni normative in corso, suscettibili di modificare le aree di prevedibile maggiore rischiosità nello sviluppo dell'attività dei soggetti vigilati.

I principali elementi di cui si dovrà tener conto nel prossimo futuro sono rappresentati, in primo luogo, dall'ulteriore ampliamento dell'area della vigilanza della Consob e, in secondo luogo, dai possibili effetti del processo di integrazione europea sugli assetti competitivi del settore e sulle strategie degli operatori nazionali.

L'ampliamento dell'area di vigilanza riguarda sia i "soggetti", in virtù della sua estensione alle imprese di assicurazione in materia di sistemi distributivi, sia le attività e i "prodotti", in virtù dell'applicazione delle regole di trasparenza e correttezza anche ai prodotti finanziari bancari e assicurativi nonché in virtù della previsione di nuovi servizi, nuove attività di investimento e nuove modalità di prestazione (consulenza, servizi di mera esecuzione).

Sempre sul piano soggettivo, la nuova disciplina enfatizza il ruolo dell'Autorità del paese ospitante rispetto all'attività delle succursali di imprese di investimento comunitarie, in un contesto in cui la regola generalmente applicabile è quella della vigilanza del paese di origine. La coesistenza di responsabilità sullo stesso intermediario in capo ad Autorità di paesi diversi richiederà un'accresciuta cooperazione, da attuarsi anche attraverso speciali accordi di assistenza reciproca (*Memoranda of Understanding*).

Le nuove regole imporranno agli intermediari di intervenire sui propri modelli strategici. Gli obblighi di *best execution*, di diversificazione delle sedi di esecuzione, di trasparenza e correttezza nel pagamento e nella percezione di incentivi potranno determinare, tra l'altro, significativi riflessi sugli assetti procedurali degli intermediari, sulla composizione dei flussi reddituali e, in ultima analisi, sulla loro capacità competitiva.

In tale quadro, sarà opportuno monitorare, in particolare, la situazione dei soggetti già oggi "marginali" nella prestazione dei servizi di negoziazione, i quali saranno chiamati ad affrontare investimenti e nuovi assetti operativi, in conseguenza del superamento della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati. Sarà pure opportuno esplorare le modalità di prestazione del servizio di gestione individuale, centrale nella costruzione giuridica della direttiva MiFID, al fine di valutare l'impatto dell'ampio ricorso a processi di delega delle scelte gestionali e la conseguente diffusione di gestioni patrimoniali che investono in prodotti di risparmio gestito.

Particolari esigenze di vigilanza derivano dalla rilevanza della diffusione di obbligazioni strutturate emesse da banche italiane⁷. Spesso, tali titoli sono offerti a piccoli risparmiatori in alternativa ad altre forme di investimento, non perfettamente fungibili, quali quote di fondi comuni. Si tratta peraltro di titoli, sovente complessi, la cui componente “derivata” non è facilmente percepibile e può risultare inadeguata per risparmiatori con una limitata conoscenza ed esperienza in materia di investimenti o con una bassa propensione al rischio.

La direttiva MiFID esclude espressamente che l’intermediario, per le obbligazioni o altri titoli di debito che “incorporano uno strumento derivato”, possa offrire il servizio di mera esecuzione di ordini (*execution only*); servizio che non prevede l’applicazione di regole in materia di appropriatezza o adeguatezza per il cliente.

La specificità delle istanze di vigilanza indotte dal fenomeno della distribuzione in Italia di obbligazioni strutturate da parte delle banche è in larga misura riconducibile alla necessità di rendere effettive le misure di trasparenza nella determinazione del prezzo di tali strumenti in sede di emissione. Il mercato e i risparmiatori devono poter essere in grado di avere parametri di “confronto”, semplici e significativi, capaci di orientarne il consapevole investimento. Per tali titoli si pone anche l’esigenza che il mercato secondario non sia esclusivamente condizionato dalle scelte e dalle disponibilità dello stesso emittente.

Nell’applicazione delle regole di trasparenza e correttezza, estesa dalla riforma del risparmio a tutti i prodotti a contenuto finanziario, verrà pertanto dedicata particolare attenzione alla tutela degli investitori cui vengono offerte tipologie di strumenti con condizioni di rischio elevate e poco trasparenti, per i quali assumono particolare rilievo i potenziali conflitti di interesse derivanti dal fatto che spesso la banca è al contempo produttore e distributore del prodotto.

Problemi specifici si pongono nell’area della gestione collettiva del risparmio, che ha sofferto negli ultimi anni di un significativo deflusso di risorse dai fondi di diritto italiano. Il riaggiustamento di portafoglio operato dagli investitori è per lo più ascrivibile a rendimenti effettivi poco competitivi, su cui incidono elevati costi di gestione⁸.

La forte dipendenza dell’industria del risparmio gestito nazionale dai canali distributivi, prevalentemente di gruppo, acuisce la vulnerabilità delle società di gestione in termini di stabilità delle masse gestite. L’offerta tende a seguire la “domanda di sicurezza”

⁷ A settembre 2006, in base a stime effettuate dalla Consob, il controvalore dello *stock* di obbligazioni strutturate emesse da banche italiane era pari a quasi 300 miliardi di euro e rappresentavano poco meno del 60% del totale delle obbligazioni bancarie in circolazione. Il controvalore delle obbligazioni strutturate è in continua crescita: il tasso di crescita medio annuo è stato pari a circa il 10% negli ultimi 5 anni.

⁸ Da analisi condotte dalla Consob risulta che il rendimento effettivo dei fondi obbligazionari è risultato significativamente inferiore ai rendimenti dei titoli di stato italiani, a parità di durata media finanziaria.