



# CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

***RELAZIONE  
PER L'ANNO 2007***

**ROMA, 31 MARZO 2008**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

*Presidente*  
**Lamberto CARDIA**

*Componenti*  
**Paolo DI BENEDETTO**  
**Vittorio CONTI**  
**Michele PEZZINGA**  
**Luca ENRIQUES**

*Direttore Generale*  
**Massimo TEZZON**

**PAGINA BIANCA**

***DISCORSO DEL PRESIDENTE  
DELLA CONSOB  
AL MERCATO FINANZIARIO***

*Il testo che segue è stato letto il 14 luglio 2008  
dal Presidente della Consob presso la Borsa  
Italiana.*

**PAGINA BIANCA**

*Signor Ministro dell'Economia e delle Finanze, Autorità, Signore e Signori,*

a nome della Consob e mio personale desidero esprimere il più sentito ringraziamento, oltre che a Lei Signor Ministro, ai rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari e religiose e ai partecipanti tutti che, con la loro presenza, danno prestigio alla nostra Istituzione e testimoniano la loro attenzione alla vita del mercato e ai problemi che – mai come in questo periodo – si presentano e si affrontano in uno scenario ormai globale e dall'evoluzione sempre più veloce e complessa.

La presente occasione di incontro annuale – che da oltre un decennio si affianca al dialogo istituzionale con il Parlamento, con il Governo e in particolare con il Ministro dell'Economia – consente alla Consob di rendere conto e di sottoporre al giudizio di tutti il suo operato nonché di indicare le linee-guida che intende seguire, nel rigoroso rispetto della normativa esistente, fornendo al mercato e ai risparmiatori il proprio contributo di conoscenza.

La Commissione rinnova il suo ringraziamento anche alla città di Milano che ci ospita e al suo Sindaco, alla cui disponibilità è da attribuire l'acquisizione in concessione dell'attuale sede della Consob, nel prestigioso palazzo Carmagnola di Via Broletto, sede per l'ampliamento della quale sono in corso approfondimenti, che si auspica possano avere esito positivo.

Sentimenti di gratitudine sono rivolti infine alla Borsa Italiana per la rinnovata ospitalità con cui signorilmente ci accoglie.

### *1. Le turbolenze finanziarie e i mercati mobiliari*

Da circa un anno i segnali di incertezza e di debolezza dei mercati finanziari internazionali hanno assunto il carattere di una profonda turbolenza.

La crisi, che ha avuto origine nel mercato dei mutui immobiliari negli Stati Uniti, ha avuto ripercussioni significative sull'andamento delle borse, sulla situazione dei principali intermediari, sulle condizioni di stabilità dei sistemi finanziari e sull'andamento dell'economia.

Si è interrotta una tendenza positiva in atto da alcuni anni. Sono emersi segnali di fragilità del sistema finanziario, la cui crescita tumultuosa era dovuta a incentivi non sempre compatibili con principi di corretta gestione e allocazione del rischio.

La pronta reazione della Banca Centrale Europea e della *Federal Reserve* americana, nonché delle Autorità di vigilanza, ha consentito finora di evitare conseguenze drammatiche per i risparmiatori. Lo sforzo di coordinamento degli interventi a livello nazionale e internazionale è stato, per intensità, senza precedenti.

A un anno di distanza dal suo manifestarsi, la crisi non può dirsi superata. Sono emersi problemi che richiedono risposte adeguate e tempestive per fronteggiare le tensioni in atto e per prevenirne di nuove. Gli approcci e, in parte, le regole di vigilanza devono essere rinnovati. È necessario assicurare maggiore complementarità tra finalità di stabilità e finalità di trasparenza e correttezza. L'integrazione, ormai irreversibile, tra i compatti del mercato finanziario richiede forme più incisive di coordinamento e di cooperazione.

Rimane, tuttavia, molta strada da percorrere per assicurare, soprattutto nel mercato europeo, un efficace coordinamento tra Autorità competenti su mercati e intermediari che operano in più Paesi. Nonostante gli accordi sottoscritti per assicurare la collaborazione nelle prime fasi di difficoltà nel mercato, le situazioni di crisi sembrano tuttora gestite prevalentemente secondo un'ottica nazionale.

In Italia, le conseguenze immediate della turbolenza dei mercati internazionali sono state più contenute che in altri Paesi.

La Consob è intervenuta al manifestarsi dei primi sintomi della crisi di liquidità che ha colpito progressivamente diversi segmenti del mercato, al fine di valutare il grado di coinvolgimento degli operatori e dei risparmiatori italiani.

Dalle informazioni raccolte nell'estate del 2007 risultava che l'esposizione delle società quotate operanti nei settori bancario e assicurativo verso strumenti finanziari riconducibili ai mutui *subprime* era limitata.

La Consob ha richiesto alle singole società di comunicare al mercato i prevedibili effetti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, in occasione della prima

pubblicazione dei risultati contabili di periodo, e comunque senza indugio, laddove l'impatto fosse di importo significativo.

Anche dalle indagini avviate relativamente ai portafogli amministrati o gestiti per conto della clientela era emerso che l'esposizione delle famiglie italiane a rischi legati a mutui *subprime* non era particolarmente critica. In effetti, a differenza di quanto avvenuto in altri paesi, in Italia non si sono verificati casi di fondi comuni aperti costretti a sospendere temporaneamente i riscatti per l'impossibilità di stabilire il valore delle quote.

Di valutazione più complessa sono le conseguenze indirette e di più lungo periodo delle turbolenze finanziarie.

La crisi di liquidità che si è determinata ha effetti negativi sul mercato del credito e sulla raccolta di risorse finanziarie da parte delle imprese. I risultati economici degli emittenti, soprattutto bancari e assicurativi, restano esposti ai rischi derivanti da possibili deterioramenti del ciclo economico e da ulteriori riduzioni dei valori mobiliari.

In questa situazione di difficoltà sistematica, le Autorità hanno compiuto uno sforzo notevole e hanno concordato una linea di condotta comune per trovare, a tutela degli investitori, un adeguato equilibrio fra l'interesse a ricevere informazioni tempestive e l'esigenza di salvaguardare l'integrità del meccanismo di formazione dei prezzi.

Quando singoli intermediari fronteggiano situazioni di difficoltà è particolarmente delicata la gestione dell'informazione continua al mercato. La diffusione di informazioni parziali, specie se *prima facie* di valenza negativa, può acuire le tensioni.

La necessità di bilanciare esigenze contrapposte si pone anche in occasione di operazioni di ricapitalizzazione finalizzate a riequilibrare la struttura finanziaria di banche particolarmente esposte. Nei Paesi europei, il diritto di tutti gli azionisti a partecipare agli aumenti di capitale per evitare diluizioni della quota azionaria può rendere più difficile e costosa la raccolta di risorse finanziarie rispetto a quanto avviene negli Stati Uniti, dove l'operazione può essere conclusa con un insieme ristretto di sottoscrittori e solo successivamente comunicata al mercato.

La crisi dei mutui *subprime* ha rivelato problemi strutturali del mercato delle cartolarizzazioni riguardanti in particolare la valutazione degli strumenti finanziari e la trasparenza delle operazioni.

È stata messa in discussione, a ragion veduta, la capacità delle agenzie di *rating* di rivedere tempestivamente i propri giudizi e, in alcuni casi, la stessa validità dei modelli di assegnazione del *rating*, nel cui ambito la presenza di conflitti d'interessi può avere effetti distorsivi.

Le iniziative dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), del *Committee of European Securities Regulators* (CESR) e quelle annunciate

recentemente dalla Commissione Europea rappresentano il tentativo di dare una risposta a questo fallimento del mercato. Si prospettano regole nuove e forme di sorveglianza sulla *governance* interna e sulla gestione dei conflitti di interessi. Data la natura particolare dell'attività delle agenzie di *rating* e la loro vocazione a operare su scala globale, è necessario e urgente che si raggiunga ampia convergenza internazionale sulle iniziative di regolamentazione e che si trovi la giusta misura nel definirne l'intensità, evitando costi eccessivi.

In Italia, in occasione del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato<sup>(1)</sup>, era stata introdotta una norma sui conflitti di interessi delle agenzie di *rating* che attribuiva alla Consob competenze regolamentari e di vigilanza. Tale norma è stata abrogata prima della sua entrata in vigore<sup>(2)</sup>. Si è forse persa un'occasione per avviare un'attività che, anche attraverso un dialogo con le agenzie di *rating* operanti in Italia, avrebbe potuto contribuire a una maggiore trasparenza e correttezza dei comportamenti.

L'opportunità di rendere più trasparenti i mercati non regolamentati, che ormai sembra riconosciuta anche a livello internazionale, rappresenta un'altra questione aperta.

Maggiori informazioni pubbliche sugli scambi realizzati tra controparti istituzionali potrebbero infatti favorire una gestione dei rischi più consapevole da parte di tutti gli investitori. La disponibilità di dati sul mercato ridurrebbe la dipendenza degli investitori dal monopolio informativo delle agenzie di *rating* e agevolerebbe la corretta valorizzazione in bilancio dei prodotti più complessi.

In generale, come era emerso anche durante le vicende legate alle scalate bancarie, va governata la potenziale tensione fra finalità di trasparenza del mercato e obiettivi di stabilità degli intermediari e del sistema.

La corretta gestione dei rischi da parte delle istituzioni finanziarie non è rilevante solo per la sana e prudente gestione. La crisi in atto ha confermato che, in situazioni di forte tensione sui mercati, stabilità e trasparenza sono fortemente interconnesse.

Il modello di ripartizione delle competenze tra le Autorità sulla base della finalità della vigilanza consente di perseguire in maniera trasparente i diversi interessi pubblici. Sono sollecitate forme di dialogo e di cooperazione più intense fra le Autorità, come si è verificato nella recente crisi. Ne deriva un rafforzamento dei meccanismi di responsabilizzazione delle Autorità stesse nei confronti del mercato e delle istituzioni. Si evita il pericolo di determinare gerarchie tra obiettivi cui l'ordinamento riconosce, non certo a caso, pari dignità per la tutela del risparmio.

I tempi sono maturi per una revisione del sistema e dell'architettura delle Autorità di vigilanza, anche al fine di porre termine alle situazioni di incertezza e ai rischi di duplicazioni di interventi a cui finora si è fatto fronte con reciproca collaborazione e responsabile unità di intenti.

Nella collaborazione tra le Autorità nazionali che vigilano sui mercati finanziari si è ormai aperta una nuova stagione, anche grazie all'esperienza maturata e a strumenti normativi più incisivi.

Il 31 ottobre 2007, Consob e Banca d'Italia hanno esercitato la potestà regolamentare congiunta in materia di assetti organizzativi e procedurali degli intermediari e hanno stipulato un protocollo d'intesa per il coordinamento delle funzioni di vigilanza.

Una comunicazione congiunta e un protocollo d'intesa sono in fase di adozione da parte di Consob e Isvap, per coordinare la disciplina e la vigilanza in tema di trasparenza dei contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario.

È in corso di sottoscrizione un accordo tra Autorità per l'Energia Elettrica ed il Gas e Consob in materia di regolamentazione e vigilanza sui mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica.

Nel marzo 2008, Ministero dell'Economia, Banca d'Italia, Consob e Isvap hanno costituito il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria con l'obiettivo di prevenire e gestire le crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistematica.

Le incertezze legate alle turbolenze dei mercati finanziari si sono riflesse sull'andamento dei prezzi azionari. I principali indici internazionali, che avevano chiuso il 2007 con un saldo positivo, sebbene notevolmente inferiore a quello degli anni precedenti, mostrano un andamento fortemente negativo nel primo semestre del 2008<sup>(3)</sup>.

Il mercato italiano già nel 2007 aveva registrato un consistente calo delle quotazioni, proseguito, in linea con la tendenza europea, nel primo semestre del 2008<sup>(4)</sup>. Ne stanno derivando conseguenze negative sulla capacità di attrazione di nuovi emittenti. Il numero di ammissioni a quotazione a seguito di offerte pubbliche iniziali nel primo semestre 2008 è più che dimezzato rispetto allo stesso periodo dei due anni precedenti<sup>(5)</sup>.

Le prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana sono legate all'evoluzione dell'integrazione fra Borsa Italiana e *London Stock Exchange*, perfezionata nell'ottobre 2007 con l'acquisizione da parte della *holding* inglese, quotata sul mercato di Londra, della proprietà di Borsa Italiana S.p.A. L'operazione si inserisce in un contesto di accresciuta concorrenza tra mercati, anche non regolamentati, nel quale esigenze di diversificazione dei servizi offerti e di aumento dei volumi di attività inducono le società di gestione alla ricerca attiva di alleanze e aggregazioni.

Per favorire la consultazione preventiva e la concertazione nel caso di decisioni rilevanti che riguardino i due mercati, la Consob e la *Financial Services Authority* (FSA) hanno sottoscritto il 13 dicembre 2007 un Memorandum d'intesa.

È in corso una revisione della struttura organizzativa del gruppo cui fa capo il mercato italiano, con l'obiettivo di rendere uniformi ed efficienti i processi decisionali e gestionali. L'evoluzione fa temere la possibilità di un progressivo spostamento dell'asse decisionale sulla piazza londinese.

Le banche italiane già azioniste di Borsa Italiana avevano acquisito inizialmente una partecipazione complessiva pari al 28% del capitale della *holding*. Oggi, tale partecipazione è scesa a circa il 19%. In futuro, la presenza di soggetti italiani potrebbe ulteriormente ridursi.

A un anno dall'integrazione, appare prevalere un senso di incertezza e apprensione in merito ai vantaggi concreti per la piazza finanziaria italiana. È compito e dovere della Consob accertare che i cambiamenti non abbiano ricadute negative sulla qualità e sulla competitività del nostro mercato.

Occorre assicurare che la definizione degli obiettivi strategici e della struttura organizzativa della società di gestione del mercato italiano siano compatibili con il necessario e corretto svolgimento delle funzioni istituzionali che le sono assegnate nel nostro ordinamento. In questo scenario, si potrebbe anche riconsiderare la ripartizione delle competenze tra Autorità di vigilanza e società di gestione, che vede oggi la Consob intervenire nell'approvazione del prospetto ma non, come avviene ad esempio nel Regno Unito, nella decisione di ammissione a quotazione.

La prevista adozione dell'infrastruttura di negoziazione inglese quale piattaforma comune ai due mercati comporta cambiamenti rilevanti nella microstruttura del mercato. È importante garantire un graduale adattamento degli operatori, minimizzando il rischio che nella transizione si verifichino eventi in grado di compromettere l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Secondo l'impegno assunto dalla *holding* inglese nel documento di offerta, l'integrazione non dovrebbe comportare, a pari qualità dei servizi offerti, un aumento delle tariffe. La Consob considera il mantenimento di questo impegno un elemento importante, funzionale ad assicurare la competitività dell'industria finanziaria italiana, che costituisce uno degli obiettivi della vigilanza sui mercati.

L'integrazione tra i due mercati avrà riflessi anche sulle scelte di quotazione delle società italiane. Affinché questi siano positivi, occorre che il processo di integrazione tenga conto, nel definire regole e procedure, delle peculiarità del sistema italiano.

Per incentivare la quotazione può essere importante l'ampliamento degli strumenti che favoriscono l'apertura delle società italiane al mercato del capitale di rischio. Con questo obiettivo è nato un anno fa il Mercato Alternativo del Capitale<sup>(6)</sup>. Nella stessa direzione si profila l'iniziativa annunciata da Borsa Italiana di realizzare un sistema multilaterale di negoziazione sul modello dell'*Alternative Investment Market* (AIM)

inglese<sup>(7)</sup>, che ha dimostrato una notevole capacità di attrarre le imprese di piccole dimensioni. Un contributo può venire anche da un maggior ricorso alla libertà statutaria per articolare gli strumenti di partecipazione al capitale, sfruttando i margini offerti dal quadro normativo, che potrebbero essere ulteriormente estesi dal Legislatore almeno per le società in via di quotazione.

## ***2. La tutela delle minoranze azionarie e la regolamentazione dei conflitti di interessi***

Il sistema normativo italiano prevede nuovi strumenti di partecipazione delle minoranze azionarie al governo societario.

È stato introdotto l'obbligo del voto di lista anche per l'elezione degli organi di amministrazione ed è stato stabilito che il presidente dell'organo di controllo sia nominato tra i sindaci eletti dalle minoranze.

Si tratta di regole innovative, anche nel confronto internazionale. La Consob è chiamata a svolgere un ruolo importante nel definire disposizioni attuative e nel vigilare sul loro rispetto sostanziale, con l'obiettivo di favorire assetti più aperti alla dialettica tra azionisti.

La rappresentanza degli azionisti di minoranza assume un significato particolare per le società quotate italiane, considerate le caratteristiche strutturali ed evolutive dei loro assetti proprietari.

Se da un lato permane il ruolo determinante degli azionisti di controllo e delle coalizioni di azionisti rilevanti<sup>(8)</sup>, dall'altro sta crescendo la presenza di investitori istituzionali, soprattutto internazionali, interessati a svolgere funzioni di stimolo e monitoraggio<sup>(9)</sup>.

La stagione assembleare appena conclusa ha rappresentato un primo test per il nuovo sistema di elezione degli organi di amministrazione e controllo.

Emergono segnali positivi rispetto alle scelte di fondo del Legislatore e alle norme attuative della Consob, in particolare sulle soglie di presentazione delle liste e sulle disposizioni di trasparenza volte ad assicurare l'effettiva indipendenza delle liste di minoranza.

Gli investitori istituzionali, soprattutto internazionali, hanno visto nella partecipazione alla nomina degli organi sociali uno strumento efficace per realizzare forme di attivismo societario trasparenti e non necessariamente conflittuali nei confronti degli assetti di controllo esistenti. In altri Paesi europei, gli investitori istituzionali più aggressivi e i fondi sovrani incontrano posizioni di maggior chiusura rispetto alla loro partecipazione al governo societario.

Talune recenti assemblee di società quotate hanno però evidenziato difficoltà nell'assicurare piena trasparenza sui collegamenti tra liste presentate come provenienti dalle minoranze e azionisti di controllo. Sono stati necessari interventi della Consob per integrare le informazioni fornite e per responsabilizzare gli organi sociali a un'applicazione della disciplina coerente con la finalità di tutela delle minoranze. Alla luce di questa esperienza, che mostra il permanere di una certa resistenza al cambiamento, la Consob ha sottoposto alla consultazione del mercato una comunicazione volta a orientare i comportamenti verso una maggiore aderenza allo spirito della legge.

Sulla stessa linea si pone la proposta di regolamentazione delle operazioni con parti correlate che la Consob ha sottoposto a pubblica consultazione nello scorso aprile.

La proposta delinea una riforma ad ampio spettro. Vengono ipotizzate norme procedurali e norme di trasparenza, tra le quali l'immediata comunicazione al pubblico di informazioni sulle operazioni più significative.

È intendimento della Consob che dalla nuova disciplina esca rafforzata la funzione degli amministratori indipendenti, cui risulterebbero affidati compiti determinanti nell'intero processo che porta alla realizzazione di operazioni rilevanti con parti correlate.

Il ruolo degli amministratori indipendenti per la tutela della generalità degli azionisti rappresenta una sfida aperta in tutti gli ordinamenti. Valorizzare la loro funzione nelle operazioni in conflitto di interessi è obiettivo in linea con l'evoluzione dei principi internazionali di *corporate governance*. Convergono in questa direzione le esperienze di altri Paesi, come gli Stati Uniti, la Raccomandazione europea<sup>(10)</sup> del 2005 sul ruolo degli amministratori non esecutivi, le scelte del Legislatore italiano e lo stesso codice di autodisciplina delle società quotate, cui non sempre è stata data un'applicazione sostanziale.

È opinione della Consob che il tempestivo coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate di maggior rilievo non comporti l'assunzione di un ruolo esecutivo tale da comprometterne l'indipendenza; al contrario, esso consente di ridurre le asimmetrie informative strutturalmente presenti negli organi di amministrazione e particolarmente estese nelle operazioni con parti correlate, favorendo scelte consapevoli e orientate all'esclusivo perseguitamento dell'interesse sociale.

È evidente che per svolgere tali funzioni sono necessarie specifiche competenze e professionalità; requisiti che gli amministratori indipendenti devono possedere per assicurare l'autonomia di giudizio che deve effettivamente qualificare il loro ruolo.

La disciplina proposta tiene anche conto delle diverse caratteristiche strutturali di determinate categorie di società quotate.