

In considerazione della complessità dei prodotti finanziario-assicurativi e delle specificità sottese alla loro ingegnerizzazione finanziaria – frequentemente combinata a elementi tecnici appartenenti alla sfera attuariale-assicurativa – è stato definito un modello di vigilanza basato su appositi strumenti, anche informatici.

Il modello è stato elaborato con un duplice obiettivo:

- a livello di singolo prodotto, per verificare la conformità dell'informativa contenuta nella documentazione d'offerta agli schemi regolamentari;
- a livello di mercato, per realizzare una “mappatura” delle caratteristiche dei prodotti oggetto di sollecitazione funzionale ad analizzare le dinamiche dell' offerta (ossia, le politiche commerciali delle imprese di assicurazione) e della domanda (l'orientamento degli investitori).

Il modello di vigilanza si basa sulla analisi di alcuni elementi chiave contenuti nel relativo prospetto informativo e attinenti agli aspetti di onerosità e rischiosità del prodotto stesso.

Elemento essenziale della disciplina di trasparenza imposta dalla Consob riguarda la rappresentazione della struttura dei costi dei prodotti finanziario-assicurativi, mediante una tabella che descrive la scomposizione in termini percentuali del premio versato, al fine di distinguere la diversa natura dei vari costi sostenuti dall'investitore, dando piena trasparenza all'onerosità del prodotto.

È stata inoltre prevista un'adeguata descrizione dei prodotti in relazione alle caratteristiche della loro ingegnerizzazione finanziaria e dei relativi fattori di rischio.

In particolare, per i prodotti di tipo *unit linked* o *index linked*, è stata richiesta l'indicazione qualitativa del grado di rischio del prodotto e una adeguata rappresentazione degli scenari di rendimento del capitale investito al termine della durata del contratto, da rappresentare mediante il confronto probabilistico con il rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio sul medesimo orizzonte temporale.

Con riferimento ai prodotti finanziari di capitalizzazione che investono in gestioni interne separate e/o in altre provviste di attivi, è stata prevista una adeguata trasparenza sul funzionamento del processo di rivalutazione periodica al fine di superare l'elevato grado di opacità che ha finora caratterizzato tali prodotti. Infatti, sebbene alcune caratteristiche tecnico-contrattuali (e.g. il rendimento minimo garantito) tutelino il potenziale investitore-contraente, le polizze di capitalizzazione presentano rilevanti profili di problematicità connessi al processo di valorizzazione delle attività finanziarie che ne caratterizzano l'investimento. La c.d. rivalutazione periodica del capitale investito in questo tipo di prodotto è legata al risultato della gestione, e, quindi, a una valorizzazione degli attivi che non si basa sul valore corrente di mercato (come invece richiesto per le quote di fondi interni e/o Oicr nei prodotti di tipo *unit linked* ovvero per le componenti obbligazionarie e

derivative nei prodotti di tipo *index linked*), bensì sugli utili o le perdite effettivamente realizzati.

Nel periodo luglio - dicembre 2007, i prospetti d'offerta depositati presso l'Archivio Prospetti della Consob e sottoposti all'attività di vigilanza sono stati 444, di cui il 78% relativi a prodotti assicurativi di tipo *index linked* o *unit linked*, con una lieve prevalenza dei primi, e il 22% a prodotti di capitalizzazione.

L'applicazione di specifici alertatori previsti dal modello di vigilanza ha consentito di rilevare la presenza di anomalie nella documentazione depositata. Le segnalazioni dei sistemi di vigilanza, che hanno spesso comportato approfondimenti di natura quantitativa tesi a verificare le caratteristiche di rischio dei prodotti attraverso l'analisi della loro morfologia finanziaria, hanno comportato interventi di *enforcement* su 182 prospetti, portando, in molti casi, all'aggiornamento dell'informativa per gli investitori con l'obiettivo di evitare un'erronea e/o incompleta rappresentazione dei costi e/o dei rischi dei prodotti offerti. Gli interventi, che hanno coinvolto in modo sostanzialmente omogeneo le diverse tipologie di prodotti, hanno riguardato in un terzo dei casi la scomposizione dei costi, con una maggiore frequenza per i prodotti di tipo *unit linked* e *index linked*, e in due terzi la rappresentazione della ingegnerizzazione finanziaria e dei relativi fattori di rischio.

L'applicazione del modello di vigilanza, unitamente alle azioni di *enforcement* realizzate nel corso del secondo semestre del 2007, ha messo in evidenza alcuni problemi applicativi del Regolamento Emittenti. Sono state quindi predisposte ipotesi di modifiche delle norme regolamentari e degli schemi di prospetto per minimizzare le incertezze interpretative.

Tali ipotesi sono state sottoposte a consultazione, nell'ambito di una più generale consultazione condotta congiuntamente da Consob e Isvap per coordinare la disciplina dettata dal Codice delle Assicurazioni e dai regolamenti Isvap (relativa alla distribuzione di polizze di ramo I) e quella recata dal Tuf e dai regolamenti Consob (relativa ai prodotti finanziari di ramo III). Al termine dei lavori, Consob e Isvap adotteranno una comunicazione congiunta che renderà definitive le indicazioni operative e stipuleranno un protocollo d'intesa al fine di coordinare l'esercizio delle rispettive funzioni di vigilanza.

3.2. La vigilanza sul governo societario nel modello dualistico di amministrazione e controllo

L'introduzione nell'ordinamento italiano della facoltà di scegliere il sistema di amministrazione e controllo delle società tra diversi modelli ha aperto una nuova fase nella *corporate governance* delle imprese italiane. La maggiore libertà di scelta nell'articolazione delle funzioni di amministrazione e controllo offre la possibilità di diversificare la fisionomia delle società, tenendo conto delle specifiche caratteristiche di

ogni realtà, sotto il profilo degli assetti proprietari, delle strutture organizzative, del settore di appartenenza e della impostazione strategica.

Le imprese italiane hanno mostrato una certa prudenza nello sfruttare la possibilità di scelta del modello societario: il sistema monistico è presente in poco più dell'1% del totale delle società per azioni italiane (1,3%), il dualistico in poco meno (0,8%).

Anche per le società quotate il ricorso a forme societarie alternative è stato lento: fino alla fine del 2006 solo 3 società avevano adottato il sistema monistico e 3 il sistema dualistico. Si trattava peraltro di società di piccole dimensioni. A fine 2006 con la fusione tra i gruppi Banca Intesa e San Paolo Imi, che ha dato luogo alla società Intesa Sanpaolo Spa, si è attivata una tendenza all'adozione del sistema dualistico che ha interessato in particolare il sistema bancario e le società interessate da operazioni di fusione. Tra il 2007 e i primi mesi del 2008 hanno optato per il sistema dualistico, cinque società, di cui tre banche⁽⁴³⁾.

Risulta utile evidenziare che sebbene in valore assoluto le società quotate che hanno adottato il sistema dualistico sono solo nove, il loro peso appare assai rilevante. Le cinque società con il sistema dualistico appartenenti all'indice S&P Mib rappresentano infatti oltre il 20% della capitalizzazione dello stesso indice. Tali dati sembrano in linea con quelli desumibili nel sistema francese, nel quale, come in Italia la scelta del modello societario è lasciata alle singole società: tra le società francesi che hanno adottato il sistema dualistico, le otto appartenenti all'indice Cac40 rappresentano poco più del 18% della capitalizzazione dello stesso indice.

Si tratta quindi di un quadro in evoluzione, peraltro in fase di avvio ed è quindi difficile trarre indicazioni consolidate.

Dalle prime evidenze si conferma la presenza di specifici fattori alla base della scelta del modello societario. Le società che hanno adottato il sistema monistico sono tutte di piccole dimensioni (inferiori a 500 milioni di capitalizzazione), sono di recente quotazione e presentano assetti proprietari caratterizzati da un controllo familiare.

Le società che hanno adottato il sistema dualistico hanno come caratteristica comune (con una sola eccezione) un assetto di controllo di tipo coalizionale con una forte presenza di istituzioni finanziarie e di fondazioni.

Il complesso di queste evidenze, indubbiamente parziali, giustifica comunque l'attenzione che l'adozione del sistema dualistico sta ricevendo in Italia, da parte degli studiosi ma soprattutto da parte delle Autorità di vigilanza del mercato finanziario, e sollecita sotto diversi profili un'attenta considerazione delle modalità applicative:

- l'articolazione delle funzioni di gestione e controllo tra i due organi societari, il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza, in conseguenza di un certo grado di commistione strutturale tra tali funzioni, rispetto al sistema tradizionale dove il collegio sindacale ha esclusivamente funzioni di controllo;

- gli effetti che le modalità applicative del modello dualistico possono avere rispetto al corretto ed efficace funzionamento dei meccanismi di controllo interno alle società quotate.

La Consob ha avviato, per quanto di competenza, un'analisi sul ricorso da parte delle società quotate al modello dualistico e sui possibili effetti che l'adozione di un modello diverso da quello tradizionale potrebbe produrre sul sistema di vigilanza delle quotate.

In particolare, con specifico riguardo ai processi d'integrazione societaria che hanno comportato l'adozione del modello dualistico, si è cercato di assicurare la più ampia trasparenza sulle modifiche della *governance* richiedendo di indicare nelle relazioni degli amministratori alle assemblee nonché nei documenti informativi sulle fusioni chiarimenti sulle specifiche competenze dei nuovi organi di amministrazione e controllo della società risultante dalla fusione e dei comitati eventualmente costituiti all'interno di tali organi.

In via di *moral suasion*, a prescindere dalla qualificazione di alcuni contratti come patti parasociali, è stata richiesta una tempestiva pubblicazione, con le modalità di cui all'art. 122 del Tuf, delle clausole, contenute negli accordi quadro sulla fusione, relative alla composizione e al funzionamento degli organi societari.

Tali approfondimenti sono stati effettuati anche al fine di accertare che le nuove strutture di *governance* mantengano saldi i presidi di controllo interno, e ciò in considerazione della peculiarità del modello dualistico per cui all'organo deputato al controllo interno (il consiglio di sorveglianza) sono attribuiti compiti che nel modello tradizionale spettano all'assemblea⁽⁴⁴⁾ e, qualora lo preveda lo statuto, funzioni di c.d. "alta amministrazione"⁽⁴⁵⁾.

Occorre, inoltre, sottolineare come il Testo Unico della Finanza abbia previsto per i componenti del consiglio di sorveglianza gli stessi doveri di vigilanza sulla gestione individuati per i sindaci nel sistema tradizionale (nonché gli stessi requisiti di indipendenza e analoghi poteri) e abbia attribuito al consiglio di sorveglianza lo stesso ruolo di "interlocutore privilegiato" della Consob nei controlli sulla gestione.

Alla luce della breve esperienza applicativa non si ritiene possibile esprimere giudizi definitivi sui modelli alternativi di amministrazione e controllo ma sembra opportuno evidenziare alcuni aspetti che, a un primo esame, meritano una particolare attenzione.

Notevoli dubbi sorgono in relazione alla definizione di operazioni strategiche e, cioè, nella delimitazione della competenza del Consiglio di Sorveglianza nell'esercizio del suo potere di "alta amministrazione".

Dall'analisi degli statuti delle società che hanno adottato il modello dualistico si è riscontrato che in sette casi è stato attribuito al Consiglio di Sorveglianza il potere di deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società, in un caso è stato attribuito al Consiglio di Sorveglianza il potere di deliberare in ordine ai piani industriali e finanziari e di autorizzare le operazioni di investimento che

impegnano la società oltre un certo importo e, infine, nell'ultimo caso analizzato nessun potere è stato attribuito al Consiglio di Sorveglianza in relazione alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società.

Dall'analisi degli statuti è emerso, inoltre, che il riferimento alle competenze gestionali del Consiglio di Sorveglianza è indiretto e si realizza quando, assegnando la funzione amministrativa al Consiglio di Gestione, si garantiscono le competenze a esso attribuite dalla legge o dallo statuto.

Interpretando in modo estensivo, però, che cosa si debba intendere per operazioni strategiche, sono state espressamente attribuite al consiglio di sorveglianza numerose competenze di tipo gestorio, anche se con differenze tra società e società (ad es. si parla dell'approvazione di qualsiasi operazione di natura straordinaria, dell'approvazione di ogni modifica statutaria da sottoporre all'assemblea, di competenze in materia di organigrammi di gruppo, di politiche di remunerazione, di acquisto azioni proprie, ecc.).

Risultano evidenti, quindi, le perplessità sull'efficacia di un'attività di vigilanza svolta da soggetti intensamente impegnati nell'attività di tipo gestorio. Più specificamente, occorre domandarsi come si possano conciliare in capo ai componenti dell'organo di controllo l'attribuzione di compiti gestori, che richiedono valutazioni sul merito delle operazioni e quindi sull'opportunità delle stesse, e la terzietà di giudizio necessaria per effettuare il controllo di legittimità sulla gestione richiesto dalla legge.

Da ciò consegue un evidente rischio di sovrapposizione di competenze tra organo di gestione e organo di controllo con una connessa confusione di ruoli e responsabilità.

D'altro canto, però, la possibilità offerta al Consiglio di Sorveglianza di deliberare in ordine ai piani industriali e finanziari e ai piani strategici consente a quest'ultimo, date le maggiori informazioni disponibili, di verificare la correttezza della gestione in modo più efficiente rispetto all'organo di controllo del sistema tradizionale.

La sfida del sistema dualistico consiste, pertanto, nel cercare di conciliare i vantaggi che dallo stesso possono derivare – e cioè l'incremento di informazioni disponibili per l'organo di controllo – con gli svantaggi strutturali insiti nello stesso sistema – e cioè la possibile commistione tra funzione di gestione e funzione di controllo.

L'individuazione di possibili soluzioni al problema risulta non semplice in considerazione della limitata esperienza alla quale è possibile far riferimento e, soprattutto, alle caratteristiche che contraddistinguono tale sistema di amministrazione e controllo rispetto a quanto previsto in altri ordinamenti.

Alla luce di quanto detto occorre valutare, innanzitutto, se, in un'eventuale prospettiva di perfezionamento della riforma, non sia preferibile individuare all'interno del consiglio di sorveglianza un comitato al quale delegare i compiti inerenti alla funzione di controllo.

In alternativa a tale soluzione, sarebbe auspicabile – similmente a quanto previsto dalle recenti Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche emesse da Banca d'Italia – rendere obbligatoria l'istituzione di un comitato per il controllo interno, con poteri istruttori, consultivi e propositivi, il cui parere dovrebbe essere obbligatorio. Tale sistema si completerebbe con l'obbligo di motivazione da parte del Consiglio di Sorveglianza delle decisioni assunte in difformità del parere emesso dal comitato.

Al fine di massimizzare i benefici sopra menzionati, la commistione di funzioni che strutturalmente caratterizza il sistema dualistico potrebbe, altresì, essere arginata ma non eliminata rendendo obbligatoria, nel caso in cui vengano conferiti al Consiglio di sorveglianza i poteri di cui alla lettera *f-bis*) dell'art. 2409-*terdecies* c.c., la redazione dell'elenco delle operazioni strategiche. La preventiva definizione delle operazioni strategiche eliminerebbe la discrezionalità circa le operazioni da sottoporre al vaglio del Consiglio di sorveglianza e, allo stesso tempo, renderebbe necessaria una valutazione delle operazioni da considerare "strategiche". Obbligo analogo è stato previsto anche nelle citate disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia il cui ambito di applicazione risulta naturalmente limitato alle banche.

Un'ulteriore area di approfondimento riguarda la possibilità per i consiglieri di sorveglianza di assistere alle adunanze del consiglio di gestione. Infatti, se da un lato, limiti alla partecipazione possono influire negativamente sulla quantità di informazioni disponibili e quindi sulla qualità del controllo esercitabile, dall'altro, la partecipazione dei controllori, forniti anche di compiti di alta amministrazione, alle riunioni dell'organo di gestione può aumentare la commistione tra funzione di controllo e funzione di gestione. Una possibile soluzione potrebbe essere individuata, intervenendo per via legislativa nella direzione prima indicata di valorizzare la funzione del comitato di controllo, nel limitare la partecipazione ai soli componenti di tale comitato. Una ulteriore possibile alternativa potrebbe essere individuata, sempre nell'ambito di un eventuale perfezionamento della riforma, nello specificare puntualmente contenuto e limiti della partecipazione dei consiglieri di Sorveglianza al Consiglio di gestione.

3.3. I controlli di qualità sulle società di revisione

Le modifiche apportate al Tuf dalla riforma del risparmio, nel recepire alcuni principi contenuti nella nuova VIII direttiva nonché i primi orientamenti delineati dalla Commissione Europea in materia di controlli sull'attività di revisione contabile, hanno consentito di indirizzare l'attività di vigilanza attraverso nuove linee evolutive.

In particolare, il nuovo art. 162 del Tuf, in virtù delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 303/2006, ha assegnato alla Consob il compito di provvedere allo svolgimento sistematico di "controlli di qualità" sulle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale.

Tale attività si concretizza nella verifica dell'efficacia delle misure organizzative e delle procedure adottate dalle società per garantire elevati *standard* di qualità. Tutti gli organismi di supervisione degli *auditor* a livello internazionale stanno investendo risorse nei controlli di qualità cui viene attribuito un ruolo determinante per innalzare la qualità della revisione a livello globale.

Alla luce di tale quadro evolutivo, si è resa necessaria anche per la Consob la definizione di strategie e piani operativi in linea con il nuovo approccio, che richiede uno spostamento del *focus* della vigilanza dal singolo incarico di revisione alla complessiva organizzazione delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale e, in particolare, alle procedure adottate per garantire che i lavori vengano svolti nel rispetto dei principi di revisione.

Nella valutazione della configurazione, ampiezza e tempistica delle procedure adottate dalla singole società, la Consob tiene conto di aspetti quali la dimensione della società, la sua distribuzione geografica, la sua struttura organizzativa e i costi/benefici di dette procedure nella specifica realtà applicativa.

Più in particolare, le procedure di controllo debbono riferirsi ad aree di particolare rilievo, quali: i requisiti professionali e di competenza del personale, le fasi dell'accettazione e del mantenimento della clientela, dell'assegnazione degli incarichi a personale di livello adeguato, la direzione e la supervisione dei lavori di revisione, la consultazione di figure dotate dell'esperienza e della competenza richieste dalla specifica situazione. Si tratta di procedure che la società è chiamata a monitorare, attraverso assidui controlli volti a verificarne l'adeguatezza e l'efficacia operativa.

Il modello di vigilanza sulle società di revisione risulta quindi oggi articolato nello svolgimento di una pluralità di attività da pianificare sulla base di parametri di materialità/rischiosità e delle risorse disponibili e che si articola sia su controlli sistematici, sia sulla realizzazione di specifiche attività di *enforcement* su incarichi di revisione relativi a documentazione contabile che ha presentato problemi di informazione al mercato. A questo si aggiunge una rilevante attività di regolamentazione tecnica, prevalentemente realizzata partecipando al processo di emanazione dei principi di revisione internazionali (Isa), nell'ottica di un eventuale *endorsement* di tali standard da parte della Commissione Europea nel 2009, come nel caso dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs (*International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*).

In tale contesto sono state avviate nella seconda metà del 2007 verifiche su tre società di revisione – una di grandi, una di medie e una di piccole dimensioni – al fine di accertare la conformità delle procedure organizzative da esse adottate al Principio di revisione n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto “Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile”.

Tali verifiche si sostanziano, sinteticamente, nello svolgimento delle seguenti attività:

- analisi della struttura organizzativa e del *network* di appartenenza;
- valutazione delle direttive e delle procedure adottate dalla società di revisione ai fini del rispetto del Documento n. 220 in tema di controlli di qualità;
- esame dell'attività di monitoraggio interno svolta dalla società di revisione, verificando i test svolti e la loro adeguatezza rispetto ai relativi obiettivi di controllo;
- svolgimento di test autonomi per la verifica dell'effettiva adozione delle procedure sul controllo di qualità, sulla base dei risultati dell'attività descritta nel punto precedente, anche attraverso l'esame di specifica documentazione relativa a un campione di incarichi;
- predisposizione della relazione ispettiva contenente gli obiettivi dell'ispezione, la descrizione delle attività svolte e dei risultati riscontrati.

Nell'anno in corso si proseguirà nello svolgimento di verifiche nei confronti di altre società di revisione iscritte nell'Albo Consob, selezionate in base alla loro rilevanza sul mercato, e si procederà altresì ad adottare le eventuali misure di vigilanza ritenute necessarie nei singoli casi per il miglioramento di specifici aspetti procedurali, in vista del più generale innalzamento della qualità dell'attività di revisione svolta da tali società.

4. L'attività sanzionatoria

I numerosi interventi legislativi degli ultimi anni hanno profondamente mutato il previgente sistema sanzionatorio previsto dal Testo Unico della Finanza sia sotto il profilo del diritto sostanziale, con particolare riferimento all'individuazione delle fattispecie violative tipizzate e alla misura delle sanzioni, sia sotto il profilo procedurale.

Per quanto riguarda il primo aspetto, l'attuale impianto sanzionatorio del Tuf si connota per la spiccata capacità dissuasiva, decisamente maggiore rispetto al passato. Tale impostazione indica una raggiunta consapevolezza a livello legislativo della necessità di un efficace sistema di deterrenza e, ove necessario, di repressione di comportamenti anche gravi che, nell'arrecare nocimento alla trasparenza e all'integrità dei mercati, finiscono con il minare la fiducia degli investitori e la stessa credibilità del sistema finanziario.

L'efficacia del sistema sanzionatorio è stata rafforzata in particolare per quanto attiene alla repressione di comportamenti concretanti abusi di mercato, per i quali è stato definito un sistema composito, nel cui ambito a sanzioni amministrative pecuniarie di importo anche rilevante (fino a 15 milioni di euro per fattispecie di *insider trading* e fino a 25 milioni di euro per condotte manipolative del mercato, incrementabili fino al triplo ovvero fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito) si accompagnano sanzioni accessorie interdittive (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità

temporanea ad assumere incarichi presso soggetti operanti sui mercati finanziari) e patrimoniali a contenuto ablativo (confisca di beni), oltre a sanzioni pecuniarie per responsabilità propria dell'ente a cui l'autore della violazione appartiene, ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf.

Per quanto riguarda il profilo procedurale, l'aspetto di maggiore rilevanza ha riguardato l'attribuzione diretta alla Consob del potere di applicare sanzioni, a conclusione di un *iter* procedimentale che, per espressa volontà del legislatore, deve essere improntato alla salvaguardia del principio di separatezza tra funzioni istruttorie – la cui attivazione e il cui svolgimento rientrano tra le attribuzioni proprie degli uffici dell'Istituto – e funzioni decisorie, rimesse all'autonomia valutativa e deliberativa della Commissione.

In attuazione di tale previsione normativa – introdotta con la legge n. 62 dell'aprile 2005, di recepimento della normativa comunitaria in materia di abusi di mercato, e riaffermata con la legge sul risparmio – già nel giugno 2005 sono state definite conseguenti regole procedurali, funzionali a garantire l'osservanza del precetto e il pieno dispiegarsi del diritto di difesa dei soggetti coinvolti, e in conformità a esse sono stati espletati i numerosi procedimenti sanzionatori avviati e conclusi sino ad oggi.

In particolare, nel corso del 2007 la Commissione ha adottato provvedimenti finali relativi a 227 procedimenti sanzionatori (116 nel 2006); di questi, 200 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni per accertate violazioni delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e dei relativi regolamenti attuativi.

L'ammontare delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a 43,7 milioni di euro, a fronte di 8 milioni di euro circa nel 2006; inoltre, sono stati sequestrati, prima, e confiscati, poi, beni per un controvalore complessivo pari a 39,9 milioni di euro, a seguito di accertate fattispecie di *insider trading*. Nei confronti degli autori di violazioni concretanti abusi di mercato sono state anche applicate sanzioni interdittive accessorie (perdita dei requisiti di onorabilità e incapacità ad assumere incarichi di direzione, amministrazione e controllo) per complessivi 117 mesi.

Il notevole incremento dell'attività sanzionatoria e, in tale contesto, del volume delle sanzioni applicate è effetto, prevalentemente, delle nuove norme in materia di *market abuse* di derivazione comunitaria, nel cui ambito applicativo sono da subito ricadute vicende societarie e di mercato di grande rilievo, che hanno a lungo impegnato la Consob sia in sede di indagini, sia di successivo accertamento di comportamenti violativi.

Rientra tra queste, anzitutto, l'operazione di *equity swap* avente ad oggetto azioni Fiat Spa, posta in essere da Exor Group Sa (società del Gruppo Agnelli) con Merrill Lynch International nell'aprile 2005, in merito alla quale è stata adottata, nel febbraio 2007, la prima delibera sanzionatoria della Consob in applicazione delle nuove norme.

Gli accertamenti svolti, anche mediante la cooperazione internazionale, hanno fatto emergere che l'informazione resa al pubblico in data 24 agosto 2005 da parte di Ifil

Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Sapa – nella quale si negava l'esistenza di possibili iniziative per evitare l'effetto diluitivo della partecipazione in Fiat, in quel momento detenuta da Ifil, che sarebbe conseguito dall'esecuzione dell'aumento di capitale della stessa Fiat al servizio del prestito "convertendo" con le banche in scadenza il successivo mese di settembre – conteneva una rappresentazione falsa della situazione all'epoca esistente, idonea a fornire al pubblico degli investitori indicazioni fuorvianti.

Tale falsa rappresentazione discendeva dal fatto che alla data di diffusione delle informazioni da parte del Gruppo Agnelli era già in corso di esecuzione il progetto finalizzato a consentire il mantenimento in capo a Ifil di una partecipazione pari al 30% del capitale sociale di Fiat Spa, fondato sull'esistenza del contratto di *equity swap*, stipulato il precedente aprile con Merrill Lynch e reso noto al mercato solo a metà settembre 2005.

Ne è conseguita l'applicazione di sanzioni (pecuniarie e interdittive) previste dal Tuf per i casi di manipolazione informativa del mercato, che hanno riguardato sia le persone fisiche responsabili, a vario titolo, delle false informazioni fornite al mercato e alla Consob, sia le due società del Gruppo Agnelli in nome e per conto delle quali erano stati diffusi i due comunicati stampa.

Le recenti decisioni assunte dalla Corte d'Appello di Torino sul merito dei ricorsi avverso tali sanzioni presentati da tutti i soggetti interessati hanno confermato la fondatezza dell'impianto accertativo posto a base dei provvedimenti Consob, pur avendo ridotto l'entità di talune delle sanzioni pecuniarie applicate.

Sempre in relazione alla medesima vicenda sono state applicate sanzioni pecuniarie anche nei confronti di esponenti aziendali di Exor Group e Merrill Lynch per il mancato adempimento degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti previsti dall'art. 120 del Tuf.

Condotte manipolative del mercato sono state accertate anche con riferimento all'andamento del titolo Rcs nel periodo aprile-agosto 2005, per effetto dell'intensa operatività posta in essere su tale titolo da società riconducibili al Sig. Ricucci.

L'ampia attività di indagine espletata ha consentito di accertare una serie di comportamenti manipolativi realizzati sia mediante plurime operazioni di mercato, sia attraverso la reiterata diffusione al mercato di informazioni false e fuorvianti. Tali comportamenti manipolativi sono stati posti in essere nell'ambito di una strategia volta a richiamare l'attenzione del pubblico sul titolo Rcs e, in tal modo, sostenerne le quotazioni in modo strumentale al perseguimento di finalità proprie dello stesso Sig. Ricucci.

Le relative sanzioni comminate, deliberate dalla Consob nel settembre 2007, hanno tenuto conto che tali condotte hanno ingannato il mercato, dando credibilità e alimentando aspettative di "scalata" a Rcs, nonché influenzando sulla formazione dei prezzi del titolo.

In relazione alla medesima vicenda sono state comminate sanzioni anche per reiterate violazioni degli obblighi in materia di informativa societaria. Ha trovato, inoltre, prima

applicazione la disposizione di cui all'art. 187-quinquiesdecies del Testo Unico della Finanza, ai sensi del quale è sanzionato chiunque, con azioni od omissioni, procuri ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob.

Altra vicenda che ha portato all'applicazione di sanzioni per abusi di mercato ha riguardato l'andamento del titolo della Società Sportiva Lazio Spa sul finire del 2005 e nei primi mesi del 2006, in connessione con la diffusione di notizie circa l'asserita intenzione di un gruppo farmaceutico estero di acquisire il controllo della società calcistica.

L'articolata attività di indagini, svolta anche mediante una tempestiva cooperazione internazionale, ha consentito di accertare che tale notizia – via via supportata con indicazioni di dettaglio e avvalorata con affermazioni atte a indurre il pubblico a ritenere che la Consob disponesse all'epoca di elementi comprovanti la veridicità della stessa – era falsa e idonea anche a fuorviare il pubblico degli investitori.

Ne è conseguita l'applicazione a carico del soggetto che aveva diffuso le false informazioni (il Sig. Giorgio Chinaglia) di sanzioni pecuniarie per manipolazione informativa del mercato nonché per procurato ritardo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob, avendo egli posto in essere anche una serie di atti consistiti in falsità e omissioni, con l'effetto di ostacolare e rendere più onerosa l'attività di accertamento dei fatti da parte dell'Autorità di vigilanza.

Un consistente aumento dell'attività sanzionatoria si è registrata nel 2007 anche per violazioni diverse dagli abusi di mercato.

I provvedimenti sanzionatori per violazione della normativa in materia di emittenti assunti nel corso del 2007 sono stati in tutto 54 (13 nel 2006), e hanno riguardato 70 soggetti (61 nel 2006). Le violazioni hanno riguardato, in più della metà dei casi, disposizioni in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e di pubblicazione dei patti parasociali. Tra questi si segnalano i provvedimenti sanzionatori assunti nei confronti di esponenti aziendali di Unipol e Deutsche Bank in relazione all'accertato patto occulto su titoli Bnl in connessione alla vicenda della contesa per il controllo della società avvenuta nel 2005. Meno frequenti sono state le violazioni delle norme sulla diffusione al mercato di informazioni *price sensitive*, della sollecitazione del pubblico risparmio e di offerte pubbliche d'acquisto.

L'attività di vigilanza svolta sul fronte degli intermediari di mercato ha comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie in 16 casi (5 nel 2006) a carico, complessivamente, di 196 esponenti aziendali (96 nel 2006) di 7 Sim, 6 banche e 3 Sgr.

Le irregolarità più ricorrenti hanno riguardato violazioni delle disposizioni in materia di idoneità degli assetti organizzativo-procedurali interni ai fini dell'ordinato e corretto svolgimento dei servizi di investimento autorizzati; la mancata osservanza delle norme che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; la violazione delle disposizioni in

materia di conflitto d'interessi; accertate carenze dei set informativi forniti alla clientela in merito alle caratteristiche dei prodotti finanziari offerti.

Meritano di essere ricordati, in tale contesto, i provvedimenti sanzionatori assunti in relazione all'operatività su prodotti derivati Otc posta in essere da due società del Gruppo Unicredit. Gli specifici profili di criticità rilevati in sede di accertamenti, anche ispettivi, con riguardo alle procedure interne disciplinanti tale operatività hanno riguardato, in particolare, i criteri di selezione della clientela potenziale e delle operazioni proposte, la determinazione del *pricing* delle operazioni, la strutturazione dei nuovi prodotti derivati, l'inidoneità dei flussi informativi interni.

L'esperienza applicativa finora maturata nell'applicazione del nuovo sistema sanzionatorio consente di esprimere un giudizio di adeguatezza dell'impianto complessivo rispetto alle finalità con esso perseguite; dalla stessa esperienza applicativa e da riflessioni operate in tale contesto sono emersi, nondimeno, alcuni profili di criticità che appaiono meritevoli di considerazione.

Un primo aspetto riguarda l'entità della sanzione minima attualmente prevista dagli artt. 187-*bis* e 187-*ter* del Tuf per abusi di mercato, pari a 100.000 euro per ciascuna violazione. Si tratta di importo che se nella maggior parte dei casi può essere ritenuto adeguato alla rilevanza e gravità dei fenomeni rilevati, può tuttavia rivelarsi in concreto eccessivo in relazione a comportamenti violativi di accertata lieve gravità, ugualmente sanzionabili. Per ovviare a ciò e per assicurare, in ogni circostanza, la necessaria proporzionalità e adeguatezza della sanzione applicata rispetto alla gravità oggettiva e soggettiva dei fatti rilevati, si segnala l'opportunità di ridurre l'attuale misura minima della sanzione, ripristinando il minimo edittale di 20.000 euro introdotto dalla citata legge n. 62 dell'aprile 2005 e quintuplicato poi con la legge sul risparmio del dicembre 2005.

Sempre in materia di sanzioni per abusi di mercato, problemi applicativi di particolare delicatezza e rilevanza pone l'attuale testo dell'art. 187-*sexies*, disciplinante la sanzione accessoria obbligatoria della confisca, laddove si stabilisce che essa ha per oggetto il prodotto o il profitto dell'illecito e i beni utilizzati per commetterlo, individuati anche per equivalente.

L'onnicomprensiva formulazione adoperata dal legislatore – funzionale ad assicurare piena effettività a tale sanzione accessoria, che ha come scopo quello di sottrarre al circuito economico i beni utilizzati per la commissione dell'illecito e i relativi proventi – reca in sé una sorta di automatismo che, in sede di quantificazione dei beni oggetto di confisca, può tradursi nell'adozione, in concreto, di un provvedimento ablatorio di entità sproporzionata rispetto alla gravità dei fatti rilevati e alla sanzione pecuniaria applicata.

È auspicabile, pertanto, una revisione di tale disposizione che – pur continuando ad assicurare il raggiungimento dell'indicato scopo perseguito con la legislazione in materia – ne depotenzi l'attuale automatismo applicativo, in modo da consentire l'assoggettamento a

confisca di beni per un controvalore più congruo in relazione alle specificità del caso e alla gravità dei fatti di volta in volta rilevati.

Un intervento riformatore pare opportuno anche con riferimento al vigente sistema sanzionatorio disciplinante i casi di violazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti al capitale di emittenti quotati e delle operazioni di *internal dealing* nonché, più in generale, con riguardo al regime sanzionatorio disciplinante le violazioni degli adempimenti in materia di informativa societaria (artt. 114 e seguenti del Tuf).

Trattandosi di adempimenti – non di rado – a carattere ricorrente e ordinario, possono verificarsi violazioni di entità particolarmente tenue (ritardi minimi nell'adempimento degli obblighi informativi; variazioni del tutto marginali delle partecipazioni e, comunque, concretamente ininfluenti sugli assetti proprietari degli emittenti partecipati; accertato mancato danno al mercato per effetto della violazione); per tali ipotesi le entità delle sanzioni minime attualmente previste, pari a 25.000 euro per i casi di omissione e 5.000 euro per i casi di ritardo non superiore a due mesi, possono rivelarsi elevate.

Analoghe considerazioni possono essere svolte anche con riguardo alla sanzione minima (50.000 euro) attualmente prevista dall'art. 187-*quinquiesdecies* per i casi di inottemperanza alle richieste formulate dalla Consob e di procurato ritardo all'esercizio della relative funzioni, in relazione ai quali parrebbe opportuno il ripristino del minimo edittale ante legge sul risparmio (10.000 euro).

Più in generale, potrebbe essere opportuna una riconsiderazione d'ordine sistematico del vigente regime sanzionatorio amministrativo previsto dal Tuf, volto a verificarne la complessiva coerenza, funzionalità e adeguatezza, alla luce degli interventi effettuati negli ultimi anni. In tale quadro, oltre alla riduzione degli importi delle sanzioni minime per alcune tipologie di violazioni, si potrebbe considerare anche l'introduzione di forme alternative alla sanzione pecuniaria (quali i richiami scritti attualmente previsti solo per i promotori finanziari). L'utilizzo di questi strumenti alternativi può favorire una interazione più efficace tra Autorità di vigilanza e soggetti vigilati secondo un approccio che, soprattutto attraverso una valorizzazione della componente di tipo reputazionale del sistema, punti a elevare il grado complessivo di *compliance* alle norme, consentendo al contempo all'Autorità di vigilanza la necessaria flessibilità e una minore onerosità dell'azione amministrativa.

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

5.1. Le segnalazioni di ipotesi penalmente rilevanti e la collaborazione informativa

La Consob intrattiene frequenti rapporti di collaborazione di tipo segnalativo e informativo con l'Autorità Giudiziaria in relazione a ipotesi di possibile rilievo penale. In

particolare, il Presidente della Consob inoltra all’Autorità Giudiziaria competente una “segnalazione” corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie ritenute penalmente rilevanti.

Tale attività di segnalazione, ai sensi dell’art. 331, comma 1, c.p.p.⁽⁴⁶⁾, riguarda sia reati di tipo comune, quali ad esempio reati contro il patrimonio, sia reati relativi al settore di attività della Consob.

Nel 2007 la Consob ha trasmesso 107 rapporti all’Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 10 segnalazioni hanno riguardato ipotesi rilevanti in materia di *market abuse* (di cui 3 per abuso di informazioni privilegiate e 7 per manipolazione, sia di tipo operativo che informativo); le altre hanno avuto ad oggetto ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (quali appropriazione indebita e truffa), prevalentemente rilevate nell’ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari.

L’attività di supporto alla Magistratura inquirente, anche nell’ambito di indagini penali già in corso, è proseguita con la consueta piena collaborazione svolta in relazione alle numerose richieste di dati e notizie formulate dall’Autorità Giudiziaria. In particolare, la Consob ha riscontrato 112 richieste riguardanti sia l’acquisizione di dati relativi a soggetti vigilati sia documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell’Istituto nell’esercizio delle proprie funzioni.

Nel 2007, la collaborazione ex art. 187-*decies*, comma 3⁽⁴⁷⁾ del Tuf ha continuato a trovare proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende “Antonveneta”, “Bnl/Unipol”, “Alitalia”, “Autostrade”, “Ipi” nonché a vicende riguardanti società calcistiche con azioni quotate, che hanno impegnato gli uffici della Commissione in un’intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

5.2. Il contenzioso

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

La Consob, nel corso del 2007, si è costituita parte civile in 13 nuovi procedimenti penali⁽⁴⁸⁾, al fine di perseguire la tutela dell’interesse all’efficiente funzionamento del mercato. Nella maggior parte dei casi, la Consob stessa, all’esito della vigilanza svolta, aveva inviato alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni. I capi d’imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio hanno configurato i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente confermativi degli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

Nell’ambito di tali procedimenti, il 15 giugno 2007 è iniziata innanzi al Tribunale di Brescia l’udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 8 persone fisiche –

ex esponenti aziendali di Finmatica Spa – imputati dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Tra le costituzioni di parte civile degna di specifica segnalazione è quella concernente la vicenda "Antonveneta". Il 23 novembre 2007 ha preso avvio innanzi al Tribunale di Milano l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche – oltre a 8 persone giuridiche responsabili ex 231/2001 – imputate, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Nel corso del 2007 e nei primi mesi del 2008, sono stati definiti in primo grado quattro procedimenti aventi ad oggetto reati di *market abuse*, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e con la condanna anche al risarcimento dei danni in favore della Consob, e sono state confermate in appello tre sentenze pronunciate dal Tribunale di Milano nel 2006, sempre in materia di abusi di mercato, che, avendo riconosciuto la responsabilità penale degli imputati, avevano pronunciato la condanna degli stessi al risarcimento dei danni nei confronti della Consob⁽⁴⁹⁾.

Nel corso del 2007, inoltre, si è registrato un incremento – rispetto all'anno precedente – del numero delle sentenze (n. 52) che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina".

Le decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna di questi ultimi al risarcimento dei danni. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza – nel merito – di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, in quanto non è stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

È stata respinta, dal Tribunale di Padova, anche la domanda di risarcimento del danno proposta nei confronti della Consob per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza su una Sim, rilevando l'inesistenza di alcun collegamento causale tra i fatti dedotti a fondamento della pretesa risarcitoria, il comportamento dell'Autorità di controllo e le perdite subite dalla parte attrice.

Il contenzioso sui provvedimenti in materia 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, anche in conseguenza dell'aumento del numero complessivo di tali provvedimenti.

Nel corso del 2007 sono stati instaurati i primi giudizi di opposizione avverso delibere Consob irrogative di sanzioni amministrative per abusi di mercato. Cinque di questi giudizi si sono conclusi nel corso dell'anno: si tratta delle opposizioni alla Corte d'Appello di Torino avverso la delibera con la quale erano state comminate alle società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C., e ai signori Gianluigi Gabetti, Franco Grande Stevens e Virgilio Marrone sanzioni amministrative in relazione alla vicenda "Ifil/Exor".

La Corte d'Appello di Torino ha confermato la sussistenza dell'illecito manipolativo accertato e sanzionato dalla Consob, confermando integralmente le sanzioni applicate ai signori Grande Stevens e Marrone e riducendo l'ammontare delle sanzioni comminate al sig. Gabetti e alle società Ifil Investments e Giovanni Agnelli e C..

Tali decisioni hanno affrontato, tra l'altro, il tema del rapporto tra le sanzioni applicabili per illeciti di "manipolazione del mercato" confermando il c.d. "doppio binario", ovvero la soggezione dell'autore di condotte manipolative a sanzioni sia amministrative che penali e la completa autonomia dei procedimenti che conducono alla loro applicazione.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel luglio del 2007 l'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari insieme ad alcune Banche popolari hanno impugnato il Regolamento Emittenti, nella parte in cui, attuando gli articoli 147-ter, comma 1 e 148, comma 2, del Tuf ha previsto quote minime di partecipazione per la presentazione delle liste di candidati alla nomina degli organi di amministrazione e controllo⁽⁵⁰⁾. Nel dicembre 2007 il Tar del Lazio ha respinto i ricorsi con dispositivo del quale si attendono le motivazioni.

Tra le più significative pronunce del giudice ordinario adottate nel corso del 2007, si segnalano alcuni decreti di Corti d'Appello che hanno deciso sulle opposizioni, presentate ai sensi dell'art. 195 del Tuf, avverso delibere irrogative di sanzioni pecuniarie della Consob, nei confronti di diversi soggetti coinvolti nella vicenda Antonveneta del 2005.

Collegati alla stessa vicenda, devono essere menzionati anche due decreti della Corte d'Appello di Roma che hanno rigettato i ricorsi avverso l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie per violazione dell'art. 122, comma 1, 4 e 5, del Tuf in un caso, e degli art. 106, comma 1, e 109, del Tuf nell'altro⁽⁵¹⁾.

Nel corso dell'anno sono giunte a decisione sei cause (davanti a quattro diversi Tribunali) relative a impugnative di bilanci intentate dalla Consob ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf. Tali decisioni, in un solo caso non hanno confermato le valutazioni della Consob, mentre nei restanti 5 casi hanno pienamente condiviso i rilievi dell'Istituto.