

III – LE LINEE DI INDIRIZZO DELL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Gli indirizzi nell'attività regolamentare

1.1. La regolamentazione attuativa delle direttive Opa, *Transparency* e prospetto

La direttiva sull'Opa

Il 28 dicembre 2007 sono entrate in vigore le norme di recepimento della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto ed entro sei mesi da tale data la Consob dovrà emanare la regolamentazione di attuazione della nuova disciplina.

La normativa di recepimento della direttiva amplia i margini di intervento nell'esercizio di poteri istruttori e di accertamento e assegna alla Consob competenze relative a nuove fattispecie contemplate dal legislatore comunitario.

In particolare, rientrano nella prima categoria di disposizioni le norme che prevedono l'attribuzione alla Consob del potere di modificare il prezzo nei casi di Opa obbligatoria, pur nel rispetto di condizioni e criteri predeterminati, e di individuare, con provvedimento motivato, i casi di esenzione dall'obbligo di Opa con margini più ampi rispetto al passato, pur nell'ambito delle stesse fattispecie contemplate dalla disciplina previgente. Rientra nella seconda categoria di disposizioni l'attribuzione alla Consob della valutazione dell'equivalenza tra le disposizioni applicabili alla società emittente e a quella offerente ai fini dell'attivazione della clausola di reciprocità.

Per ciò che riguarda il potere di intervenire sul prezzo dell'offerta, si deve premettere che, come previsto dalla disciplina comunitaria, il prezzo dell'Opa obbligatoria deve essere pari a quello più elevato pagato dall'offerente (o da persone che agiscono di concerto con l'offerente) nei dodici mesi antecedenti la comunicazione dell'offerta. La Consob, tuttavia, deve disciplinare con regolamento le ipotesi nelle quali l'offerta deve essere effettuata a un prezzo diverso da quello stabilito in via generale.

Il legislatore ha previsto esplicitamente le fattispecie generali in presenza delle quali la Consob può fissare il prezzo su valori diversi da quello massimo pagato. Ad esempio, si prevede che nei casi in cui i prezzi di mercato siano influenzati da eventi eccezionali o sussista il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione, ovvero nei casi in cui il prezzo più elevato pagato dall'offerente è il prezzo di operazioni di compravendita effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica (o è il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una esenzione dall'obbligo di offerta), il prezzo di offerta può essere fissato su un valore inferiore rispetto a quello più elevato pagato. Il prezzo può essere invece fissato a un livello superiore, purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori, se l'offerente e le persone che agiscono in concerto con il medesimo hanno pattuito l'acquisto

di titoli a un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria; se vi è stata collusione tra l'offerente, o le persone che agiscono in concerto con il medesimo, e uno o più venditori; se sono state poste in essere operazioni volte a eludere l'obbligo di offerta; se vi è il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.

La Consob dovrà quindi stabilire con regolamento i criteri oggettivi predeterminati per il calcolo del prezzo al ricorrere delle circostanze individuate dal legislatore. Alla luce di tale disciplina secondaria la Consob dovrà comunque motivare ogni singolo provvedimento in cui riterrà di rideterminare il prezzo dell'offerta.

La nuova disciplina dell'Opa implicherà dunque un delicato intervento di natura regolamentare ma anche un forte aumento del livello di complessità delle attività istruttorie in relazione all'esame delle singole operazioni; la Consob dovrà poi rendere conto al mercato in maniera puntuale e circostanziata della ragione delle scelte operate qualora reputi necessario intervenire sul prezzo d'offerta.

Una delle nuove competenze di maggiore rilievo assegnate alla Consob discende dall'introduzione nell'ordinamento italiano della clausola di reciprocità, secondo cui non trovano applicazione la *passivity rule* e la regola di neutralizzazione nel caso in cui l'offerente (o il suo controllante) avente sede in altro Stato dell'Unione Europea non sia soggetto a tali disposizioni o a disposizioni equivalenti. In tale caso la Consob, su istanza dell'offerente o dell'emittente, dovrà valutare l'equivalenza delle menzionate disposizioni, definendo in via regolamentare contenuti e modalità di presentazione dell'istanza.

Si ritiene che la valutazione di equivalenza non debba limitarsi all'accertamento della mera reciprocità legislativa o statutaria (ossia la formale presenza nella disciplina o nello statuto dell'offerente di disposizioni analoghe a quelle italiane), ma debba anche estendersi alla verifica della portata sostanziale degli obblighi dell'offerente, evidenziando non solo i casi di totale assenza di obblighi a suo carico ma anche i casi di obblighi di portata più limitata.

L'accertamento della reciprocità da parte della Consob comporta valutazioni estremamente complesse e delicate sul piano giuridico. Poiché la normativa primaria fa riferimento a un'istanza dell'offerente o dell'emittente, e quindi a un atto di iniziativa di parte, la norma regolamentare di attuazione potrebbe essere modellata in forma tale da richiedere che, preliminarmente alla presentazione dell'istanza, vi sia stata una valutazione dell'equivalenza condotta congiuntamente dai predetti soggetti ma che non abbia prodotto un esito condiviso.

La direttiva Transparency

La direttiva *Transparency* armonizza gli obblighi degli emittenti in materia di dell'informazione *price sensitive*, dell'informazione finanziaria periodica e delle

partecipazioni rilevanti (cosiddette informazioni regolamentate) e detta disposizioni sulle modalità di diffusione e archiviazione di tali informazioni. La direttiva è stata recepita nel nostro ordinamento il 24 novembre 2007 e la Consob dovrà emanare i relativi provvedimenti attuativi entro il 24 maggio 2008.

La direttiva non introduce cambiamenti sostanziali nell'ordinamento domestico per ciò che riguarda i contenuti delle informazioni – fatte salve alcune modifiche relative all'informazione periodica trimestrale – ma implica alcuni importanti interventi sulle modalità di loro diffusione.

La direttiva articola il processo di diffusione delle informazioni in quattro fasi: la diffusione al pubblico (*dissemination*); il deposito dell'informazione presso le autorità competenti contestualmente alla sua diffusione al pubblico (*fling*); lo stoccaggio dell'informazione in un sistema centralizzato autorizzato (*storage*), che ne consenta l'agevole consultazione su base storica da parte del pubblico; la costituzione di una rete europea dei sistemi nazionali di stoccaggio delle informazioni (*network*) per consentire l'accesso all'informazione su scala europea.

Il recepimento della direttiva creerà maggiore concorrenzialità tra gli operatori che diffondono informazioni regolamentate (cosiddetti *service provider*). Attualmente l'unico soggetto che opera nel settore in Italia è Borsa Italiana.

La normativa europea non impone un modello per la diffusione dell'informazione, ma si limita a fissare obiettivi di efficacia e requisiti minimi per gli emittenti, con l'obiettivo di assicurare che tutti gli investitori, anche situati in uno Stato membro diverso da quello dell'emittente, abbiano pari accesso alle informazioni. Le informazioni possono essere diffuse dall'emittente direttamente o incaricando un terzo; in tal ultimo caso sono previsti obblighi aggiuntivi.

In sede di recepimento, il legislatore italiano ha previsto che laddove gli emittenti decidano di avvalersi di un soggetto terzo, quest'ultimo venga autorizzato dalla Consob allo svolgimento del servizio. La Consob, che dovrà stabilire con regolamento i requisiti di qualità e sicurezza dei sistemi di diffusione delle informazioni, è orientata a prevedere il possesso di tali requisiti sia da parte dei soggetti terzi sia da parte degli emittenti che decidano di agire in proprio. Tale ipotesi permetterebbe di massimizzare l'efficiente realizzazione di due obiettivi interdipendenti: realizzare i requisiti di qualità fissati dalla direttiva e garantirne un efficace monitoraggio da parte della Consob.

Anche per i servizi di stoccaggio è previsto un regime di autorizzazione da parte della Consob e l'emanazione di un regolamento che detti requisiti e condizioni per il rilascio dell'autorizzazione nonché disposizioni per lo svolgimento dell'attività.

Le opzioni da esaminare sono sostanzialmente due: l'individuazione di un solo operatore che, in esito ad apposita gara, risulti offrire le condizioni più efficienti ed economiche; una pluralità di operatori autorizzati dalla Consob. In quest'ultimo caso, è

possibile immaginare due alternative relativamente alla “copertura” che ogni sistema di stoccaggio dovrebbe assicurare: *a)* ogni sistema deve coprire tutte le informazioni regolamentate relative a tutti gli emittenti; *b)* ogni emittente deve scegliere almeno un sistema di stoccaggio, che poi sarebbe tenuto a coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto.

Il sistema basato su una pluralità di operatori in concorrenza tra loro appare preferibile sotto il profilo degli incentivi all’efficienza, così come appare opportuno prevedere che ciascun sistema copra tutte le informazioni relative soltanto agli emittenti che lo hanno scelto.

Tale soluzione, che metterebbe i vari sistemi di stoccaggio in concorrenza tra loro e incentiverebbe il miglioramento delle condizioni di qualità e efficienza del servizio, rende necessario prevedere apposite modalità di connessione tra i sistemi per facilitare la ricerca delle informazioni e garantire un punto di accesso centralizzato, come previsto in altri mercati europei (in particolare, Regno Unito e Francia). Al riguardo, il Cesr sta esaminando la possibilità di utilizzare il database relativo alla MiFID come primo esperimento di network dei sistemi di stoccaggio, sia pure limitatamente alle azioni quotate. A livello nazionale, sembra opportuno che la Consob rivesta un ruolo attivo nell’indirizzare gli investitori, tramite una pagina del proprio sito *web* che descriva e agevoli l’accesso ai diversi sistemi.

Nel caso non vi siano soggetti interessati a svolgere questo servizio, ovvero nessun soggetto sia giudicato idoneo dalla Consob, le norme di recepimento della direttiva prevedono che sia la stessa Consob a organizzare e gestire il servizio. In tale evenienza, si potrebbe immaginare, per il tempo necessario all’approntamento da parte della Consob della struttura idonea, un regime transitorio basato sullo stoccaggio delle informazioni da parte di ciascun emittente attraverso il proprio sito internet. La Francia ha adottato questa soluzione.

Un secondo tema delicato riguarda le modalità di diffusione dell’informazione sulle partecipazioni rilevanti.

Attualmente, la Consob riceve, controlla e pubblica le informazioni sulle partecipazioni rilevanti. Vi è quindi un’attività di vigilanza preventiva della Consob sul contenuto e la qualità delle comunicazioni. Inoltre, la Consob consolida i dati e offre al mercato, attraverso il proprio sito internet, la situazione aggiornata dell’azionariato delle società quotate (oltre che un’informativa di tipo storico). Questa base dati consente anche alla Consob di effettuare interventi di vigilanza informativa in relazione, ad esempio, a presunte modifiche degli assetti proprietari o alla presenza di patti occulti. La base dati è indispensabile anche per l’attuazione di alcuni poteri regolamentari relativi, ad esempio, al calcolo delle soglie per la presentazione di liste di minoranza (basato sull’analisi congiunta del livello di capitalizzazione, della quota di flottante e della quota di maggioranza) o ai casi in cui è necessario ricostruire l’identità delle società controllanti.

La disciplina comunitaria consente di porre direttamente in capo agli emittenti l'assolvimento degli obblighi di pubblicazione delle partecipazioni rilevanti. In sede di recepimento il legislatore, ha confermato il potere della Consob di disciplinare le modalità di diffusione delle partecipazioni rilevanti e ha rimesso all'Istituto il compito di scegliere fra il mantenimento dell'attuale regime e l'introduzione di un nuovo sistema in cui sia direttamente l'emittente a rendere pubbliche le informazioni.

Quest'ultima soluzione farebbe venire meno l'attività di controllo preventivo della Consob atta a garantire la "qualità" dell'informazione. Diventerebbe cruciale invece l'attività di controllo *ex post*, soprattutto in casi di *rumors*, sulle comunicazioni apparentemente non corrette o formalmente non chiare ovvero in caso di anomalie nell'andamento dei prezzi e delle negoziazioni. Questa scelta, sebbene idonea a responsabilizzazione maggiormente gli emittenti (e forse ad accorciare i tempi di pubblicazione delle informazioni, non essendo l'emittente tenuto a effettuare controlli di qualità, né avendone gli strumenti in termini di poteri di richiesta di dati e notizie), potrebbe comportare però una riduzione della qualità complessiva dell'informazione sugli assetti proprietari. Tale fenomeno a sua volta potrebbe incidere negativamente sull'efficienza informativa dei mercati (e creare maggiori opportunità per comportamenti manipolativi) e sul costo del capitale delle imprese. Inoltre, non sarebbe garantito un servizio di consolidamento delle informazioni finalizzato alla ricostruzione completa dell'azionariato di ogni società quotata (ed al suo aggiornamento) simile a quello attualmente fornito dalla Consob.

Un ultimo aspetto di rilievo, che tocca sia la disciplina dell'Opa che quella sulle partecipazioni rilevanti, riguarda il tema delle partecipazioni potenziali detenute tramite strumenti derivati. Ancorché la disciplina attuale in materia sia già allineata alle previsioni della direttiva *Transparency*, la Consob sta valutando la possibilità di estendere il regime di comunicazione delle partecipazioni potenziali a quelle relative a operazioni in derivati che non prevedono la consegna fisica dei titoli (cioè con clausola *cash settlement*), in considerazione della possibilità di un utilizzo elusivo di tali strumenti attraverso la modifica dei termini contrattuali che ne alteri le modalità di regolamento. Tale problematica sarà, tuttavia, analizzata parallelamente anche nell'ambito della disciplina Opa per via del possibile utilizzo a fini elusivi degli strumenti derivati *cash-settled*.

La direttiva sul prospetto

La Direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari è stata adottata il 31 dicembre 2003 e il 29 aprile 2004 è stato adottato il Regolamento della Commissione Europea 809/2004 recante misure di esecuzione della direttiva per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento (*by reference*), la pubblicazione dei prospetti e la diffusione dei messaggi pubblicitari.

Nelle more dell'adeguamento della legislazione primaria alle norme comunitarie, nel 2005 la Consob aveva apportato alla regolamentazione secondaria le modifiche necessarie a renderla coerente con la disciplina comunitaria – recependo integralmente il citato Regolamento comunitario (direttamente applicabile in tutti gli stati membri del 1° luglio 2005) – che però non fossero in contrasto con le disposizioni della normativa primaria e che riguardassero materie sulle quali alla Consob fosse riconosciuto un potere regolamentare dalle disposizioni allora vigenti del Testo unico della finanza.

Il 28 marzo 2007 la direttiva è stata formalmente recepita nel nostro ordinamento. Nell'ambito dei ristretti i margini di discrezionalità lasciati agli Stati membri, il legislatore italiano ha recepito integralmente le disposizioni comunitarie, operando alcune scelte discrezionali consentite dalla direttiva e apportando modifiche necessarie al coordinamento con la legislazione nazionale.

Anche l'attività regolamentare di competenza della Consob è strettamente vincolata dalla disciplina comunitaria di livello 2, in particolare, in materia di prospetto di base e di casi eccezionali in presenza dei quali la Consob può, su richiesta, autorizzare l'omissione dal prospetto di determinate informazioni previste negli schemi di prospetto.

Le modifiche al Regolamento Emittenti, per le quali la consultazione si è conclusa nel febbraio 2008, potranno avere un impatto rilevante sulle attività di controllo sui prospetti e sulle modalità di interazione con gli emittenti. In particolare, ai termini per l'approvazione del prospetto da parte della Consob già disciplinati nel vigente regolamento (pari a 10 giorni lavorativi nel caso di emittenti che hanno già eseguito offerte pubbliche e 20 giorni lavorativi negli altri casi), si aggiungono nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti devono fornire le informazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità. Nelle proposte di modifica poste in consultazione viene previsto anche un termine massimo per la conclusione del procedimento (pari a 60 o a 90 giorni a seconda della tipologia di offerta).

I tempi delle istruttorie della Consob potrebbero divenire più brevi; gli emittenti sarebbero incentivati a presentare una documentazione iniziale più accurata e completa. Spesso, infatti, i tempi delle istruttorie sono stati condizionati fortemente dall'inadeguatezza dei contenuti delle bozze di prospetto presentate; ciò ha comportato una lunga e complessa interlocuzione con gli emittenti e, in alcuni casi, addirittura una sorta di correzione continua del prospetto. L'introduzione di un termine massimo per la conclusione del procedimento dovrebbe portare all'abbandono definitivo di questa prassi. In presenza di una documentazione inadeguata o incompleta e decorsi i termini indicati, la Consob non potrebbe che esprimere un giudizio di diniego alla pubblicazione del prospetto.

1.2. Gli orientamenti interpretativi

La necessità di garantire la competitività del quadro normativo italiano rispetto a quello di altri ordinamenti, anche nelle aree coperte dalle direttive di armonizzazione massima, richiede il potenziamento degli interventi tesi a chiarire le modalità concrete di applicazione delle norme e di svolgimento della vigilanza, nell'ambito di un confronto continuo con gli standard adottati dalle altre Autorità europee.

Nel documento di consultazione di fine 2007 relativo all'attuazione della MiFID, ad esempio, la Consob ha individuato alcune materie su cui intende fornire ulteriori indicazioni e chiarimenti interpretativi, quali la ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore e la *best execution* con riferimento all'esecuzione di ordini aventi ad oggetto titoli privi di una pluralità di sedi di esecuzione, quali obbligazioni bancarie (spesso non quotate) e derivati Otc, tipicamente negoziati su base bilaterale. Al mercato è stato chiesto di valutare l'opportunità di una immediata trattazione delle tematiche individuate dalla Consob, ovvero di segnalare ulteriori profili di interesse. In esito al processo di consultazione, la Consob provvederà a definire i chiarimenti interpretativi ritenuti opportuni.

Questo approccio volto a fornire chiarimenti e orientamenti su temi condivisi o sollevati dal mercato può essere utilizzato anche in aree non coperte dalle direttive comunitarie e dall'attività del Cesr e in particolare in quei settori in cui il legislatore ha lasciato alla Consob elevati margini di flessibilità.

Una delle aree più importanti da questo punto di vista è quella della vigilanza sugli organi di controllo delle società quotate. Infatti, la legge 262/2005, oltre ad ampliare i doveri del collegio sindacale, ha introdotto un nuovo regime sanzionatorio che prevede l'applicazione di sanzioni amministrative non solo per omessa comunicazione delle irregolarità riscontrate dal collegio sindacale nell'esercizio dei propri doveri di vigilanza, così come stabiliva la disciplina previgente, bensì anche per irregolarità nell'adempimento stesso di tali doveri. Sebbene il nuovo regime sanzionatorio porti a ritenere che l'organo di controllo sia ora pienamente assoggettato alla vigilanza da parte della Consob⁽⁵²⁾, esso potrebbe essere compatibile con approcci di vigilanza alternativi. In particolare, l'interpretazione letterale delle norme non porterebbe a escludere a priori che la vigilanza possa fondarsi esclusivamente su interventi di tipo *ex post*, come in sostanza avvenuto in passato, esercitando i poteri sanzionatori solo qualora emergano segnali di irregolarità in relazione a controlli di varia natura sui singoli emittenti (ad esempio su profili contabili o di informativa societaria). Viceversa, è possibile optare per un modello di vigilanza di tipo più preventivo simile a quello adottato per altre tipologie di soggetti vigilati.

Sebbene i poteri sanzionatori della Consob nei confronti degli organi di controllo delle società quotate siano oggi delineati con maggiore chiarezza, permangono rischi di ingenerare incertezza fra gli operatori circa gli strumenti e il modello di vigilanza che in concreto saranno adottati dalla Consob, anche in virtù del fatto che la legge definisce i

doveri del collegio sindacale in termini molto generali. Nel nuovo contesto normativo appare dunque necessario creare un quadro di maggiore certezza, emanando linee-guida e principi di comportamento indirizzati ai componenti degli organi di controllo delle società quotate che, oltre a orientarne le condotte verso standard di *best practice*, fungano da punto di riferimento per l'attività di vigilanza e di *enforcement*.

Infine, l'emanazione dei regolamenti attuativi della direttive Opa e *Transparency* potrebbe essere l'occasione per sistematizzare, e in parte rivedere, una serie di comunicazioni e risposte a quesiti di carattere generale (in materia specialmente di azione di concerto, patti parasociali e di partecipazioni rilevanti potenziali e detenute attraverso strumenti derivati) che si sono stratificate nel tempo o che non sempre hanno avuto piena conoscibilità da parte del mercato, al fine di definire vere e proprie linee guida di livello 3.

2. *Gli indirizzi nell'azione di vigilanza*

2.1. I controlli sugli intermediari

Il modello di vigilanza sugli intermediari risentirà necessariamente della completa ridefinizione del quadro regolamentare indotta dal recepimento della MiFID.

La Consob ha avviato alcune azioni di guida e di dialogo con gli intermediari che possono in prospettiva rendere più agevole l'azione di vigilanza. Almeno in una prima fase, la strategia di vigilanza dovrà essere pro-attiva al fine di incoraggiare i soggetti vigilati a fornire una risposta organizzativa e comportamentale coerente con gli obiettivi della nuova regolamentazione. In sede di pianificazione delle attività ispettive, è necessario definire una serie di interventi sui maggiori gruppi, di natura prevalentemente "cognitiva", volti a testare l'effettivo grado di allineamento alla nuova disciplina.

La priorità in tale prima fase è quella di accompagnare l'industria verso alti livelli di *compliance* alla nuova disciplina, sia attraverso indirizzi operativi sia, come prima accennato, attraverso l'emanazione di orientamenti interpretativi. In una seconda fase (che potrebbe incominciare orientativamente a partire da fine 2008 o all'inizio del 2009) sarà invece possibile adottare un approccio maggiormente volto all'accertamento della effettiva *compliance* con le regole.

È possibile, comunque, individuare alcune aree sulle quali focalizzare la vigilanza, sia per i test di conformità alle regole sia per finalità di *enforcement*. Si tratta dell'area della consulenza, dell'area degli incentivi (*inducement*) e dell'area della classificazione della clientela.

Per ciò che riguarda i primi due aspetti, un punto critico è la "contrattualizzazione" del servizio di consulenza. Infatti, poiché nel nuovo regime la graduazione dei livelli di tutela per i clienti non professionali poggia fondamentalmente sulla presenza o meno di un rapporto di consulenza, l'efficacia e l'incisività della vigilanza dipendono in maniera

cruciale dalla possibilità di stabilire con chiarezza *ex post* l'esistenza di un rapporto di tale natura. Con un'apposita norma regolamentare la Consob ha richiesto di indicare nel contratto scritto previsto per i servizi esecutivi l'eventuale prestazione del servizio di consulenza e attraverso un'azione di dialogo con l'industria la Consob ha raccomandato agli intermediari la formalizzazione in uno specifico contratto scritto della prestazione del servizio di consulenza (la forma scritta non è infatti obbligatoria ai sensi della MiFID).

I rischi da rapporti di consulenza non formalizzati possono essere significativi e rendere complesse le azioni di vigilanza derivanti da eventuali contenziosi relativi a servizi esecutivi prestati "a valle" di un'attività di consulenza.

Per la pianificazione delle attività di vigilanza, è opportuno identificare i principali intermediari che decideranno di non fondare la propria relazione con la clientela sulla base di un rapporto consulenziale. Infatti, tali soggetti presentano un più elevato rischio di violazione della disciplina sull'adeguatezza e di quella sugli incentivi.

In relazione a quest'ultimo profilo, si dovrà intervenire per evitare la persistenza, anche per semplice inerzia o insufficiente comprensione della disciplina, di prassi di retrocessioni delle commissioni che appaiono palesemente in contrasto con la MiFID e con le linee guida di livello 3, quali quelle fra Oicr e gestori individuali o fra gestori e negozianti. Sui rapporti fra le società-prodotto e i distributori sarà necessaria un'azione di vigilanza mirata, laddove il distributore non avrà contrattualizzato il rapporto di consulenza e laddove non vi sia un rapporto di consulenza e il distributore collochi solo prodotti del gruppo ovvero una gamma molto ristretta di prodotti.

Infine, con riferimento al tema della classificazione della clientela, gli intermediari saranno chiamati a un rilevante sforzo di "riprofilatura" dei clienti che potrebbe riguardare un numero molto elevato di soggetti, sia sul fronte delle imprese che su quello delle persone fisiche. Data la centralità del sistema di classificazione della clientela ai fini di una corretta applicazione della nuova disciplina, sarà necessario effettuare controlli specifici su questo aspetto. In particolare, anche alla luce dei problemi emersi in relazione al collocamento di prodotti derivati Otc, sarà prioritario avviare azioni di vigilanza tese a verificare che le piccole e medie imprese e gli enti locali che non hanno i requisiti dimensionali "oggettivi" per essere classificati come clienti "professionali di diritto" né quelli "soggettivi" necessari per essere classificati come "professionali su richiesta", siano riclassificati come "clienti al dettaglio".

2.2. I controlli sui mercati

Le profonde innovazioni introdotte dalla MiFID incideranno profondamente anche sulla vigilanza sui mercati. Tuttavia, non è agevole formulare previsioni in relazione ai profili che pongono maggiori criticità per l'attività di vigilanza della Consob, ossia il grado

di frammentazione delle sedi di negoziazione e il livello di consolidamento delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione.

La definizione del modello di vigilanza dovrà andare di pari passo con l'evoluzione delle scelte degli operatori. È necessario quindi adottare un metodo di lavoro basato sul contatto continuo con gli attori del mercato e le associazioni di categoria, sia per fornire assistenza e linee-guida in materia di applicazione delle nuove disposizioni, sia per seguire l'evoluzione delle scelte imprenditoriali e dei modelli di business dei gestori di piattaforme e degli intermediari.

Un obiettivo prioritario sarà comunque l'investimento di adeguate risorse per attivare i nuovi compiti di vigilanza sulle modalità di pubblicazione dell'informativa *pre* e *post*-negoziazione, per assicurare che le informazioni siano facilmente accessibili a tutti i partecipanti al mercato a condizioni commerciali ragionevoli, secondo i tempi e canali di pubblicazione previsti dalla disciplina dettata dal Cesr e fatta propria dalla Consob, la quale dovrà vigilare per assicurare che le società di gestione consentano l'accesso ai propri sistemi da parte di altri soggetti tenuti agli obblighi di trasparenza e di pubblicazione dell'informativa *pre* e *post-trade* a condizioni commerciali ragionevoli e in modo non discriminatorio.

Al fine di assicurare la rimozione degli ostacoli al consolidamento dell'informazione, l'aspetto centrale dell'attività di vigilanza riguarderà la verifica della affidabilità dei dati e la disponibilità dell'informazione in un formato tale da renderla agevolmente consolidabile e fruibile a costi ragionevoli. Al momento, e in attesa che la Commissione Europea compia una ricognizione sui progressi fatti nel consolidamento europeo dell'informazione e formuli eventuali proposte di modifica della disciplina, è importante avviare azioni di dialogo con intermediari e gestori di piattaforme di negoziazione allo scopo di favorire l'adozione di sistemi di pubblicazione che garantiscano la qualità dei dati e agevolino il consolidamento.

Infatti, se è difficile allo stato attuale prevedere sia il potenziale livello di frammentazione degli scambi (soprattutto con riferimento agli strumenti azionari) sia le dinamiche competitive che emergeranno nel settore dei *data providers*, l'eventuale assenza di un servizio di consolidamento efficiente, completo e facilmente accessibile, potrebbe avere ripercussioni rilevanti sull'impostazione complessiva dell'attività di vigilanza sui mercati. Questo rischio potrebbe minare l'integrità del patrimonio informativo necessario per garantire l'incisività dell'azione di vigilanza della Consob, che dovrebbe assicurarsi l'accesso a diversi *data providers* e monitorare una pluralità di canali informativi, di piattaforme e di soggetti internalizzatori al fine di ricostruire un quadro completo del mercato e assicurare meccanismi di controllo "in tempo reale" degli scambi.

Per ciò che riguarda la trasparenza sui mercati obbligazionari e degli strumenti diversi dalle azioni, le scelte regolamentari adottate dalla Consob, improntate a definire un quadro di elevata flessibilità, richiederanno un attento esame di "tenuta" a posteriori,

basato su di una puntuale vigilanza circa la capacità dei modelli e dei regimi di trasparenza scelti dagli operatori di garantire in concreto un'efficace tutela dei clienti al dettaglio. Eventuali "fallimenti di mercato", così come un eccessivo allargamento dell'area delle transazioni sui mercati Otc indotto da arbitraggi regolamentari, potrebbero indurre a rivedere le scelte regolamentari operate.

Per ciò che riguarda lo sviluppo di nuove sedi di negoziazione, al di là della naturale migrazione dei sistemi di scambi organizzati (Sso) verso lo *status* dei sistemi di negoziazione multilaterali previsto dalla MiFID, rimane il problema di valutare le scelte che saranno fatte dagli oltre 300 Sso bilaterali attivi in via del tutto prevalente su titoli obbligazionari. Essi dovranno comunicare l'eventuale avvio di un'attività di internalizzazione entro il 31 marzo 2008. È però necessario che la Consob avvii un dialogo con gli operatori per chiarire la portata applicativa della disciplina di livello 2 che caratterizza l'attività di internalizzatore sistematico al fine di assistere gli intermediari nel valutare se la propria attività rientri effettivamente nei parametri identificati nel regolamento comunitario.

Per ciò che riguarda gli internalizzatori su azioni, allo stato attuale non vi sono soggetti italiani che hanno comunicato un'attività di tale tipo, né è prevedibile che il numero di tali soggetti possa assumere proporzioni significative; a livello comunitario l'elenco tenuto dal Cesr segnala solo 12 internalizzatori, costituiti essenzialmente da grandi banche d'affari operanti nel Regno Unito. È verosimile che tali soggetti esteri possano effettuare un'attività di internalizzazione significativa su azioni italiane e può essere opportuno che la Consob ne segua l'attività.

2.3. I controlli su prodotti e gli strumenti finanziari

Nella sezione I è stato messo in luce come sia prevedibile che, per effetto delle dinamiche di mercato e delle politiche commerciali degli intermediari, il risparmio continui a confluire verso prodotti strutturati già allo stato attuale largamente diffusi fra le famiglie, quali le polizze a prevalente contenuto finanziario, che la legge sul risparmio ha assoggettato ai poteri di controllo della Consob, e le obbligazioni bancarie.

Per rendere pienamente operativi ed efficaci i controlli sulla *disclosure* iniziale e sulla distribuzione dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni è necessario definire e consolidare un modello di vigilanza strutturato e portare a pieno compimento alcune iniziative tese a creare le infrastrutture interne per avviare controlli a campione su singoli soggetti o prodotti.

La larga diffusione delle obbligazioni bancarie strutturate fra i clienti non professionali pone problemi in parte simili a quelli che emergono con riferimento ai prodotti finanziari assicurativi. L'elevata complessità di molte obbligazioni strutturate rende lo strumento del prospetto informativo spesso insufficiente a colmare il *gap*

informativo fra intermediario e cliente; la piena comprensione dei rischi e delle modalità di *pricing* di tali strumenti richiede, infatti, conoscenze finanziarie altamente sofisticate. In ogni caso, rimane necessario sollecitare l'industria a definire, oltre a forme più incisive di rappresentazione dei rischi, dei *format* standardizzati relativamente al prospetto e alle condizioni definitive per le principali tipologie di obbligazioni strutturate, in modo da garantire una elevata omogeneità nelle modalità concrete di illustrazione del funzionamento dei diversi prodotti.

Per ciò che riguarda, invece, l'attività di controllo sui prospetti relativi alle obbligazioni bancarie (strutturate e ordinarie), è necessario dare corso alla piena attivazione del protocollo d'intesa con la Banca d'Italia per lo scambio di informazioni sugli emittenti, al fine di rendere realmente più incisiva l'azione di vigilanza della Consob.

Infine, sia con riguardo alle obbligazioni che alle polizze assicurative, è necessario completare un sistema che consenta di tracciare il profilo di rischio dei singoli prodotti al fine di avviare interventi di vigilanza *ex post* sull'adeguatezza della *disclosure* iniziale.

2.4. I controlli sull'informativa societaria e la revisione contabile

La direttiva sul prospetto (2003/71/CE) non si presta a identificare chiare linee guida per la definizione del contenuto concreto dei controlli che l'Autorità competente è tenuta a effettuare sul prospetto e quindi lascia spazio a diversi approcci di vigilanza.

I risultati di una consultazione avviata dal Cesr⁽⁵³⁾ hanno, infatti, evidenziato che i partecipanti al mercato ritengono che le Autorità di vigilanza abbiano adottato prassi non uniformi nell'approvazione dei prospetti, che spaziano da controlli di natura meramente formale e incentrati prevalentemente sulla completezza del prospetto (cosiddetto approccio *box-ticking*) a controlli più incisivi sui contenuti e sulla chiarezza delle informazioni che inevitabilmente incidono sulla durata dei tempi di approvazione del prospetto⁽⁵⁴⁾. Il mercato ha dunque sollecitato il Cesr a prendere in considerazione interventi di livello 3 tesi a chiarire diversi profili relativi alle modalità concrete di applicazione della direttiva e a uniformare le prassi di vigilanza su aspetti che impediscono una uniforme e coerente attuazione della direttiva e un efficiente utilizzo del passaporto europeo.

Le analisi del Cesr hanno inoltre evidenziato come i principali paesi europei siano grandi utilizzatori del meccanismo del passaporto, mentre l'Italia è sostanzialmente un "importatore netto" di prospetti, nel senso che le imprese italiane utilizzano assai raramente il prospetto approvato dalla Consob per raccogliere capitali in altri paesi mentre la Consob riceve numerose notifiche di prospetti approvati dalle Autorità di altri Stati membri.

Sebbene queste dinamiche riguardino allo stato attuale in prevalenza gli strumenti diversi dalle azioni, si pone in prospettiva un problema generale di concorrenza fra Autorità di vigilanza e fra sistemi finanziari, che può incentivare la persistenza di

disomogeneità nelle prassi e nei tempi di approvazione dei prospetti tali da creare spazi per arbitraggi regolamentari o differenziali di costi nella raccolta di capitali nei diversi Stati membri.

Il recepimento della direttiva prospetti nel nostro ordinamento, in attesa di eventuali interventi di livello 3 del Cesr, può essere quindi l'occasione per definire e codificare una procedura che demarchi con chiarezza i limiti e i contenuti dei controlli della Consob sulla coerenza e la comprensibilità delle informazioni contenute nei prospetti, sulla base di un confronto e di un'analisi delle prassi di vigilanza delle Autorità dei principali paesi europei, tale da garantire il rispetto dei doveri posti in capo alle Autorità competenti dalla direttiva e allo stesso tempo da non introdurre oneri ingiustificati per le imprese italiane.

Nel caso più specifico delle obbligazioni bancarie, dove si è ormai ampiamente affermato l'utilizzo del prospetto di base, è opportuno rivedere l'impostazione sino ad oggi adottata con particolare riferimento alla ripartizione dell'informativa fra prospetto di base e condizioni definitive e al grado di flessibilità che è stato consentito nell'utilizzo del prospetto base. L'approccio sin ora adottato, dettato in prevalenza dalle prassi istruttorie degli Uffici e dall'esigenza di guidare l'industria in una fase caratterizzata da incertezze applicative legate alla iniziale applicazione della disciplina introdotta dalla legge sul risparmio, è stato quello di circoscrivere il numero di famiglie di prodotti all'interno di ogni prospetto base e di sollecitare gli emittenti a riportare già in tale sede alcune informazioni quantitative sui rischi, sugli scenari e sull'illustrazione dei rendimenti, poi meglio dettagliate (e dunque in parte duplicate) nelle condizioni definitive.

Alla luce delle esperienze maturate, ma anche in relazione alle prassi che si vanno affermando in ambito internazionale, risulta opportuno rivedere tale impostazione nell'ottica di consentire una maggiore flessibilità nell'uso del prospetto base, permettendo il riferimento a un numero potenzialmente molto ampio di famiglie o tipologie di obbligazioni e, di conseguenza, riducendo considerevolmente le informazioni di natura quantitativa sui rischi e le caratteristiche dei prodotti, che verrebbero demandate quasi integralmente alle condizioni definitive. Questo approccio, oltre ad allinearsi maggiormente agli standard internazionali, potrebbe ridurre i tempi delle istruttorie (oltre che probabilmente il loro stesso numero) e liberare risorse per rafforzare i controlli ex post sulle condizioni definitive da attivare anche attraverso interventi di natura ispettiva.

Per ciò che riguarda più in generale i controlli sull'informativa societaria, le modifiche apportate al Testo unico della finanza dalla legge sul risparmio e i regolamenti attuativi prevedono che la Consob, tenuto conto dei principi internazionali in materia di controllo sull'informazione societaria, vigili sull'informativa resa al pubblico, comprese le informazioni contenute nei documenti contabili, da parte di almeno un quinto degli emittenti quotati selezionati sulla base di specifici fattori di rischio; un altro quinto degli emittenti sarà individuato sulla base di una selezione casuale. Il Regolamento Emittenti prevede dunque che la Consob stabilisca ogni anno i fattori di rischio indicati (tenendo tra

l'altro conto: a) dei dati economico-patrimoniali e finanziari delle società interessate; b) delle segnalazioni ricevute dall'organo di controllo e dal revisore dell'emittente; c) dell'attività sui titoli; d) di informazioni significative ricevute da altre amministrazioni o soggetti interessati).

L'analisi dello scenario macroeconomico e delle prospettive di sviluppo dei mercati finanziari ha messo in luce come una serie di fattori congiunturali potrà verosimilmente indurre un rallentamento della crescita nell'area dell'euro, fenomeno che potrebbe essere assai più marcato in Italia. Ciò naturalmente potrà avere conseguenze negative per tutte le società quotate, anche se il mercato, almeno per le società a più elevata capitalizzazione, continua a scontare elevati tassi di crescita degli utili.

I rischi di maggiore rilievo per le imprese non finanziarie attengono fondamentalmente alla possibilità di una significativa restrizione nell'offerta del credito e di un aumento del costo dell'energia e delle materie prime; i rischi di una contrazione nel valore delle abitazioni, che stanno divenendo significativi negli Usa e in altri paesi industrializzati, potrebbero avere un impatto più circoscritto sulle società immobiliari. In questo scenario le imprese più esposte sono quelle operanti nei settori della trasformazione industriale e quelle con una struttura finanziaria più fragile. Per le banche, invece, i fattori di rischio più importanti attengono prevalentemente alla esposizione in strumenti di finanzia strutturata, all'intensità di coinvolgimento nelle operazioni di cartolarizzazione, alle esposizioni di varia natura verso società veicolo e i cosiddetti *conduit* e al peso dei titoli valutati "a modello" sull'attivo.

Per ciò che riguarda le società di revisione, il modello di vigilanza dovrà essere realizzato tenendo conto dell'evoluzione dell'attività di supervisione su tale categoria di soggetti riscontrabile a livello internazionale e recepita nel nostro ordinamento in occasione dell'emanazione della legge 262/2005. In tale ambito, un obiettivo fondamentale è rappresentato dalla definizione di un modello di vigilanza in grado di impattare i rischi tipici del mercato della revisione e quindi di garantire un adeguato livello di qualità dei servizi di *audit* forniti dalle società iscritte all'Albo Consob, tenendo conto anche dell'esperienza maturata e degli elementi emersi in occasione delle prime ispezioni avviate nel 2007.

Un fattore di incertezza deriva tuttavia dalle scelte che il legislatore si appresta a fare in sede di recepimento della Direttiva 2006/23/CE in materia di revisione contabile (cosiddetta VIII direttiva), che dovrà intervenire entro giugno 2008. Tali scelte potrebbero portare a una revisione degli assetti organizzativi della vigilanza sul settore e del ruolo della Consob.

La direttiva prevede infatti un sistema di controllo pubblico sul settore che dovrà avere la responsabilità finale di una serie di attività: il controllo dell'abilitazione e dell'iscrizione all'albo; l'adozione dei principi di deontologia professionale, dei principi di

controllo interno della qualità e dei principi di revisione; la formazione continua, il controllo della qualità e dei sistemi investigativi e disciplinari.

Il sistema di controllo pubblico italiano è attualmente ripartito tra la Consob, che vigila sulle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, e la Commissione costituita presso il Ministero della Giustizia, che vigila sui revisori iscritti nel registro.

Il sistema di controllo pubblico, in mancanza di vincoli comunitari, potrebbe realizzarsi su diversi livelli di articolazione (sia in senso "verticale" che "orizzontale"): dal massimo grado di accentramento (con un unico organismo pubblico che vigila sull'intero settore), alla creazione di più organismi responsabili del controllo su varie attività.

Nel primo caso, la Consob potrebbe essere l'unico organismo pubblico responsabile della supervisione degli *auditors*; in questo caso le ripercussioni sull'attività dell'Istituto sarebbero notevoli, poiché tale soluzione comporterebbe l'estensione delle competenze Consob a tutti i soggetti attualmente iscritti nel Registro dei revisori contabili (circa 140.000 revisori). Nel caso, invece, di un sistema di vigilanza maggiormente articolato, si potrebbero avere più organismi di vigilanza responsabili su differenti aree; in tale ipotesi, qualora la Consob dovesse mantenere la vigilanza su una parte della revisione nazionale (presumibilmente sull'attività di revisione relativamente alle società di interesse pubblico) si potrebbe avere l'attribuzione a un nuovo organismo delle responsabilità per la vigilanza sulle restanti attività di revisione, l'abilitazione dei revisori, la gestione dell'Albo, la formazione e l'adozione dei principi di deontologia professionale. Naturalmente una soluzione di questo tipo richiederebbe la messa in atto di forti meccanismi di coordinamento tra i vari organismi impegnati nella vigilanza.

3. I rapporti con i consumatori

3.1. L'attività di investor education

Con riferimento alle attività di *investor education* si pongono problematiche di carattere generale che attengono, da un lato, alle modalità di individuazione delle iniziative tematiche da realizzare e, dall'altro, alla scelta dei canali di veicolazione delle informazioni ai risparmiatori.

Per ciò che riguarda quest'ultimo aspetto, l'obiettivo primario è rappresentato dalla necessità di massimizzare il grado di penetrazione e di capillarità nella "distribuzione" delle iniziative di *investor education*, individuando modalità di comunicazione in grado di raggiungere in maniera efficace una vasta platea di famiglie e di risparmiatori. Da questo punto di vista, il canale rappresentato dal sito internet – pur se supportato da adeguata pubblicità sui media – si è rivelato non sempre pienamente adeguato, anche solo per il fatto che deve essere sempre il risparmiatore a farsi "parte attiva" e accedere al sito ufficiale per fruire dei contenuti predisposti sugli specifici temi.

La Consob ha valutato la possibilità di fare leva sulla rete distributiva degli intermediari (sportelli e filiali) o delle associazioni di categoria dei risparmiatori, ma l'esperienza ha mostrato che tali soggetti desiderano in qualche modo apporre il proprio "marchio" sui contenuti dell'iniziativa di *investor education* insieme a quello della Consob, così creando una commistione di ruoli passibile di ingenerare confusione nei risparmiatori; per non parlare poi dei possibili costi di stampa del materiale difficilmente compatibili con gli attuali vincoli di spesa della Consob.

Per aumentare in maniera significativa il grado di diffusione delle iniziative tematiche sviluppate dalla Consob è necessario convogliare gli sforzi e l'impegno all'interno di iniziative più ampie che potrebbero essere sponsorizzate dal Governo e/o condotte da una partnership fra soggetti pubblici e soggetti privati. In tale caso, potrebbe essere superato il problema dei vincoli finanziari e quello della rappresentazione agli investitori della matrice delle iniziative. Appare inoltre opportuno partecipare attivamente alle iniziative che sulla materia vengono portate avanti in consessi internazionali o comunitari. Si tratta, infatti, di utili momenti di confronto che favoriscono lo scambio di esperienze, informazioni, *best practices* e che possono portare alla realizzazione di progetti capaci di promuovere l'attività di educazione finanziaria anche nelle singole realtà nazionali.

Con riguardo ai contenuti, sono state definite, e in parte avviate, alcune iniziative di carattere generale che investono le tematiche della MiFID e delle regole fondamentali del risparmio e altre più specifiche sull'investimento in nuove tipologie di prodotti (incluse le obbligazioni strutturate). In prospettiva, si dovranno valutare i nuovi bisogni di educazione finanziaria delle famiglie e i prodotti più diffusi rispetto ai quali sussistono i più rilevanti fabbisogni formativi per la definizione di nuove iniziative tematiche.

3.2. Le procedure di arbitrato e di conciliazione

L'art. 27, comma 1 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 ha previsto l'istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato dinanzi alla Consob, delegando il Governo ad adottare un decreto legislativo per la loro istituzione. Tale delega è stata esercitata dal Governo con il decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179.

Il provvedimento governativo ha delineato natura e caratteristiche della Camera di conciliazione e arbitrato, definendone le funzioni primarie e l'ambito di operatività. Compito della Camera è quindi la amministrazione delle procedure di conciliazione e arbitrato riguardanti controversie insorte tra investitori (esclusi gli investitori professionali) e intermediari per la violazione da parte di questi ultimi di obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali in materia di servizi di investimento. Tali procedure dovranno essere gestite da arbitri e conciliatori iscritti in appositi elenchi tenuti dalla stessa Camera.