

delle famiglie, rispetto ai dissesti (effettivi o potenziali) di alcune tra le principali istituzioni finanziarie operanti sul mercato mondiale.

La relazione, opportunamente, si sofferma sulle cause determinanti la predetta crisi finanziaria, rilevando che i suoi presupposti strutturali sono maturati in una fase favorevole del ciclo economico, coincisa con gli anni precedenti il 2007, allorquando si registrava una significativa espansione del credito alle famiglie ed alle imprese alimentata anche dall'affermarsi di nuovi, non adeguatamente ponderati, modelli di intermediazione bancaria, e dalla condotta non irreprensibile delle Agenzie che avrebbero dovuto curare l'assegnazione dei *rating* ai prodotti finanziari immessi sul mercato.

La crisi finanziaria in corso ha contribuito ad avviare un dibattito approfondito, e non più procrastinabile, sulle carenze regolamentari nel settore finanziario e sul ruolo delle autorità di vigilanza domestiche e sovranazionali. Si tratta di un dibattito non ancora concluso, di importanza cruciale.

Sul fronte europeo, la crisi ha mostrato come sia irrealistico pensare che un sistema di vigilanza caratterizzato dalla frammentazione tra autorità di vigilanza nazionali e dalla carenza di coordinamento tra le stesse possa rivelarsi adeguato e all'altezza rispetto ad intermediari sempre più internazionali e mercati sempre più integrati. Vanno dunque salutate con favore le recenti iniziative normative che stanno maturando in sede comunitaria e che mirano ad un ripensamento dell'assetto di vigilanza, al

fine di poter pervenire a meccanismi centralizzati di condivisione e analisi delle informazioni macroprudenziali e a forme istituzionali di stretto coordinamento nell'azione di vigilanza, attraverso la creazione di un sistema europeo di supervisori nazionali.

Queste riflessioni inducono del resto a riflettere anche sull'attuale assetto istituzionale italiano, che rispetto agli altri Paesi membri dell'Unione europea si caratterizza per un numero più elevato di autorità indipendenti tra cui sono ripartite le funzioni regolamentari e di vigilanza. La cooperazione tra autorità di vigilanza gioca un ruolo centrale per la pronta rilevazione di situazioni di anomalia e per l'adozione di interventi efficaci in chiave preventiva, piuttosto che rimediale. Su questo fronte è stato avviato in questi anni, anche grazie alle misure contenute nella Legge sul Risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262), un processo di graduale intensificazione della collaborazione tra le varie istituzioni, attraverso tra l'altro la stipulazione di protocolli d'intesa, l'adozione di regolamenti congiunti, l'istituzione di comitati di coordinamento, l'esercizio congiunto dei poteri regolamentari. Il Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria, istituito il 7 marzo 2008 in occasione della firma del “Protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria”, e composto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze (che lo presiede), dal Governatore della Banca d'Italia, dal Presidente della Consob e dal Presidente dell'Isvap, rappresenta il tassello di completamento di questa infrastruttura di raccordo e collegamento.

Per quanto concerne l'attività regolamentare, nel corso dell'anno 2008, così come in quello immediatamente precedente, la Consob è stata chiamata a un impegno di primissimo rilievo, per fare fronte ai processi di normazione secondaria necessari alla piena attuazione delle direttive comunitarie e della legislazione interna in materia di mercati finanziari.

In un settore, quale quello finanziario, caratterizzato da un tasso di obsolescenza delle normative molto elevato a causa della continua evoluzione delle prassi di mercato, la tempestività nella definizione delle risposte regolamentari costituisce un elemento fondamentale per prevenire le situazioni di crisi e per scongiurare incertezze tra i risparmiatori e gli operatori economici.

Se è vero che il dilatarsi dei tempi per l'adozione delle nuove norme dipende dalla particolare complessità tecnica delle materie da regolamentare e dalle difficoltà connesse all'esigenza di conseguire un'equilibrata ed efficiente composizione della molteplicità degli interessi coinvolti, occorre peraltro rilevare che i tempi lunghi riscontrati per alcuni procedimenti normativi appaiono, in taluni casi, eccessivi.

Ci si riferisce in particolare: agli interventi per l'attuazione della direttiva *Transparency* (direttiva 2004/109/CE) sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni degli emittenti, che sono stati definiti solo il 1° aprile 2009, con l'adozione della delibera Consob n.

16850 recante modificazioni e integrazioni al regolamento Emittenti, a distanza di un anno e mezzo dall’emanazione del relativo decreto legislativo 6 novembre 2007, n. 195, con conseguenti censure da parte della Commissione europea per il ritardo nel recepimento della direttiva; agli interventi per l’attuazione della direttiva OPA (direttiva 2004/25/CE) sulle offerte pubbliche di acquisto, non ancora realizzati nonostante l’avvenuto recepimento della direttiva comunitaria nell’ordinamento italiano ad opera del decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229; alla disciplina di attuazione dell’art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate, che avverrà – almeno secondo gli auspici formulati nella relazione – entro la fine del primo semestre del 2009, a distanza di più di 4 anni dall’introduzione della norma (nel dicembre 2004) e al termine di un iter caratterizzato da una prolungata “doppia” consultazione con il mercato.

L’occasione per una verifica in ordine alle procedure normative potrebbe essere l’emanazione di un regolamento sui principi che governano i procedimenti per l’adozione di atti regolamentari e generali, come previsto dall’art. 23, comma 4, della Legge sul Risparmio e ferma restando l’esigenza che tali principi non si traducano in regole rigide che comportino un ulteriore aggravio dei tempi dell’attività regolamentare.

Come si è già osservato questi rilievi non intendono in alcun modo sminuire la difficoltà del compito che la Consob è chiamata ad assolvere nell’esercizio della funzione regolamentare, che richiede di intervenire su

meccanismi e dinamiche di mercato particolarmente delicate, per le quali non è agevole individuare l'assetto capace di conseguire l'efficiente equilibrio tra i vari interessi e incentivi coinvolti. La delicatezza del compito emerge, da ultimo, con riguardo al tema della regolamentazione delle cc.dd. “vendite allo scoperto” (*short selling*). Nel solco del dibattito in corso per l’individuazione di regole condivise a livello internazionale, la Consob ha di recente osservato (*position paper* del 27 maggio 2009) come la definizione di un nuovo apparato di regole debba rispondere all’obiettivo di scoraggiare l’uso delle vendite allo scoperto per fini manipolativi ma al contempo tenere conto dell’esigenza di preservare la funzione positiva, in termini di efficienza allocativa e liquidità, che tali operazioni possono assolvere, se inquadrate in un adeguato contesto regolamentare.

Analoghe considerazioni possono del resto svolgersi, proseguendo nel solco dell’attualità, con riferimento alla normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto (OPA). Essa deve mirare a conseguire un appropriato equilibrio tra l’interesse generale all’orientamento della gestione al lungo periodo e l’interesse, anch’esso generale, alla contendibilità degli assetti proprietari e alla conseguente possibilità di trasferimenti efficienti del controllo. Ne consegue che l’attività regolamentare e di vigilanza deve operare secondo modalità tali da evitare che le esigenze di piena informativa degli azionisti delle società bersaglio e del mercato in generale si risolvano in misure che mortificano *a priori* la contendibilità, rendendo di fatto

impraticabili anche operazioni di trasferimento del controllo potenzialmente vantaggiose per le imprese coinvolte.

Sul fronte della vigilanza e dell'*enforcement*, la particolare problematicità dell'attuale crisi finanziaria e del quadro economico che ne è conseguito - sottolinea la relazione - determinano una serie di fattori di rischio che condizioneranno ulteriormente l'attività istituzionale della Consob ed il conseguimento degli obiettivi istituzionali.

Con specifico riguardo alla supervisione sugli intermediari e sulla prestazione dei servizi di investimento, la relazione si sofferma sui rischi connessi alla prestazione dei servizi di investimento (si tratta dunque dell'accesso al pubblico risparmio) secondo comportamenti non conformi al quadro delle tutele e dei doveri di condotta disegnati dal legislatore comunitario, in primo luogo con la direttiva MiFID, e dalla incapacità da parte degli stessi intermediari di rilevare autonomamente i comportamenti illegittimi dei promotori finanziari.

Alla luce delle suddette criticità, così come dell'incremento dimensionale e dell'accresciuta complessità dell'attività di vigilanza di competenza della Consob, devono pertanto essere salutate con favore le recenti modifiche legislative volte a delegare alcuni compiti di mantenimento dell'integrità del mercato (quali l'iscrizione ad albi, la verifica della permanenza dei requisiti per l'esercizio delle attività

professionali, l’irrogazione dei provvedimenti sanzionatori) a specifici organismi distinti dalla medesima (si veda, in materia di promotori finanziari, l’art. 31 TUF e, in materia di consulenti finanziari persone fisiche, l’art. 18-bis TUF). Si tratta, a ben vedere, di un nuovo assetto di vigilanza che, comunque, richiederà un attento monitoraggio, soprattutto nella fase di avvio, da parte della Consob: la “esternalizzazione” delle funzioni di vigilanza, per essere efficace e non tradursi in una riduzione delle tutele per i risparmiatori, renderà infatti necessaria una presenza attenta e la supervisione da parte della Commissione che sarà chiamata ad intervenire qualora vi fossero difetti o carenze da parte degli organismi su richiamati.

Gli eventi critici che nel corso del 2008 hanno generato particolari situazioni di tensione sul mercato hanno sollecitato in modo significativo l’attività di vigilanza della Consob anche sotto il profilo della integrità informativa del mercato, onde garantire la più estesa tutela del mercato e degli investitori particolarmente sensibili rispetto alla diffusione e circolazione di notizie, dati e segnali rilevanti. In un contesto, come visto, caratterizzato da turbolenze e condizioni di instabilità, l’azione della Commissione è stata volta a prevenire – e laddove necessario rimuovere con tempestività – quelle asimmetrie informative in grado di determinare distorsioni e squilibri nel flusso di informazioni nel mercato. Si tratta, d’altro canto, di uno dei temi rispetto ai quali è meglio apprezzabile la

complessità della funzione di regolamentazione e supervisione, cui si faceva prima riferimento. Si pensi ad esempio al ruolo cruciale della *disclosure* per società che versano in condizioni di difficoltà, rispetto alle quali l'interesse ad una tempestiva e completa trasparenza informativa deve tenere in considerazione, nella sua concreta realizzazione, anche il rischio che in talune situazioni critiche un eccesso di informazioni pubbliche ovvero una gestione inappropriata delle medesime può rivelarsi un fattore di ingiustificata destabilizzazione, determinante una situazione di crisi irreversibile che altrimenti non si verificherebbe.

A fronte del mutato assetto normativo in materia di sanzioni in seguito agli interventi legislativi del 2005, molto significativa (soprattutto se confrontata con i dati degli anni passati) è risultata l'attività sanzionatoria posta in essere dalla Commissione nel corso del 2008, in considerazione del numero dei procedimenti avviati e della tipologia di infrazioni riscontrate.

La relazione riferisce in maniera dettagliata che nel corso del 2008 la Consob ha adottato 136 provvedimenti sanzionatori a fronte dell'accertamento delle violazioni alle disposizioni del Testo unico della finanza e dei relativi regolamenti di attuazione. L'ammontare complessivo delle sanzioni pecuniarie irrogate è stato pari a 6,5 milioni di euro, notevolmente inferiore rispetto al dato dell'anno precedente (43,7 milioni di euro); tale scarto non è dovuto ad una riduzione delle attività di *enforcement*, ma è piuttosto da ricondursi, come attesta la relazione, alla

circostanza che tra la fine del 2006 e la prima parte del 2007 erano stati conclusi alcuni procedimenti sanzionatori relativi ad operazioni societarie e di mercato di particolare rilevanza, che avevano comportato l'applicazione di sanzioni di importo significativo.

Peraltro, in tema di sanzioni è opportuno richiamare la posizione assunta dalla Consob in merito alle possibili linee di riforma della relativa disciplina. La Commissione, infatti, ritiene che gli attuali importi editali fissati dal TUF per le sanzioni pecuniarie siano adeguati nei loro massimi, ma eccessivi riguardo ai minimi; con la conseguenza che tale rigidità non garantirebbe la necessaria proporzionalità ed adeguatezza rispetto a quelle situazioni in cui l'infrazione è di tipo meramente formale e tale da non comportare sul piano sostanziale alcuna lesione del bene giuridico tutelato.

Da questo punto di vista, si potrebbe sottoporre ad approfondimenti l'ipotesi di aumentare la discrezionalità dell'Autorità di vigilanza nello stabilire *l'an* e il *quantum* delle sanzioni per le infrazioni meramente formali che non comportino sul piano sostanziale alcun documento agli interessi tutelati dalla norma violata. Una maggiore flessibilità dell'apparato sanzionatorio, unita alla revisione in termini di maggiore rapidità del procedimento sanzionatorio, oggetto di censure giurisdizionali, potrebbero consentire alla Commissione di incrementare l'efficacia dell'*enforcement* e l'effetto deterrente, in quanto consentirebbero alla Commissione di concentrare le proprie risorse investigative e la propria attività di

accertamento e repressione su quelle violazioni che comportano effettive violazioni del bene pubblico tutelato.

Ad ogni modo, può senz'altro giudicarsi penetrante ed incisiva l'attività di *enforcement* svolta dalla Commissione, anche sotto il profilo del contributo fornito, sotto forma di segnalazioni ed informative, alle competenti Autorità giudiziarie per il perseguimento di nuove ipotesi criminose, nonché del sostegno che si è continuato meritoriamente a fornire alla magistratura inquirente nella conduzione dei procedimenti penali in corso.



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

***RELAZIONE
PER L'ANNO 2008***

ROMA, 31 MARZO 2009

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Lamberto CARDIA

Componenti
Paolo DI BENEDETTO
Vittorio CONTI
Michele PEZZINGA
Luca ENRIQUES

Direttore Generale
Antonio ROSATI

PAGINA BIANCA



A

***LE QUESTIONI IN CORSO
E LE LINEE DI INDIRIZZO***

PAGINA BIANCA

La Relazione annuale sull'attività della Consob viene trasmessa entro il 31 marzo di ciascun anno, ai sensi dell'art. 1/1 comma 13 della legge 7 giugno 1974, n. 216, al Ministro dell'Economia che provvede al successivo invio al Parlamento con le proprie eventuali valutazioni.

La Relazione, che descrive l'attività svolta e illustra le questioni in corso e gli indirizzi e le linee programmatiche della Commissione, si inserisce quest'anno in un contesto economico e istituzionale caratterizzato da condizioni di eccezionale instabilità ed incertezza non solo dei mercati finanziari e dell'economia reale, ma della stessa architettura di regolamentazione e vigilanza a livello mondiale.

Gli sviluppi della crisi economica e finanziaria in corso stanno infatti sollecitando, anche nelle sedi istituzionali da più tempo consolidate, nuove riflessioni ed ipotesi di riforma che innovano alla radice i principi e le modalità della regolamentazione e dell'intervento delle Autorità di vigilanza a livello internazionale.

La Consob partecipa a tale processo di riforma, con l'auspicio che esso possa risolversi nella più ampia convergenza delle strategie di intervento a livello sopranazionale e domestico, con l'obiettivo di assicurare, attraverso regole adeguate ed uniformemente applicate, la tutela della fiducia dei risparmiatori, drammaticamente colpita dagli eventi più recenti.

PAGINA BIANCA