

*La regolamentazione attuativa della direttiva Transparency*

La direttiva sugli obblighi di trasparenza degli emittenti (2004/109/CE, c.d. “direttiva *Transparency*”) introduce una disciplina uniforme degli obblighi di informazione cui sono tenuti gli emittenti quotati e i relativi azionisti, e una specifica disciplina volta a garantire l’accesso del pubblico, su scala europea, alle informazioni regolamentate.

In particolare, sono disciplinati obblighi di informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e obblighi di informazione continuativa in materia di assetti proprietari e di tutela degli azionisti nell’esercizio dei propri diritti. È predisposta, infine, una disciplina delle modalità di diffusione delle informazioni regolamentate articolata in quattro fasi: diffusione ai media (*dissemination*), stoccaggio (*storage*), deposito presso l’Autorità competente (*filing*) e creazione di un *network* europeo delle informazioni diffuse.

In materia di accesso alle informazioni, il d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007, di attuazione della direttiva, ha introdotto nel Tuf l’art. 113-*ter* recante la disciplina dei sistemi di *dissemination*, *storage* e *filing* per quanto concerne: i destinatari del flusso informativo (ossia, Autorità di vigilanza, società di gestione dei mercati, il pubblico su scala europea); il modello di gestione dell’informazione; le norme generali in tema di diffusione dell’informazione e di stoccaggio delle stesse. Con riferimento al modello di gestione dell’informazione, è previsto che la Consob autorizzi soggetti terzi rispetto all’emittente all’esercizio dei servizi di diffusione e di stoccaggio delle informazioni regolamentate.

Importanti materie sono poi rimesse alla disciplina regolamentare ed in particolare le modalità e i termini di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate e di deposito presso le Autorità competenti; i requisiti dei soggetti terzi incaricati della diffusione e/o dello stoccaggio delle informazioni; la procedura e i tempi di autorizzazione degli stessi, nonché le disposizioni per lo svolgimento di tali attività; eventuali esenzioni dagli obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito in conformità alla disciplina comunitaria.

Per dare attuazione alla citata disciplina il 7 luglio 2008 è stato pubblicato il documento di consultazione riguardante le modifiche da apportare al Regolamento Emittenti.

In particolare, per quanto attiene alla *dissemination*, sono stati previsti identici requisiti di qualità e sicurezza che devono essere posseduti sia dai soggetti terzi autorizzati all’esercizio del servizio di diffusione, sia dagli emittenti qualora decidano di agire in proprio; relativamente allo *storage*, è stato previsto un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati e in possesso di requisiti stabiliti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto; con riferimento al *filing*, è stato previsto che esso venga attuato mediante

collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati ovvero tramite il consolidato sistema di “Teleraccolta”.

Le osservazioni pervenute in sede di consultazione hanno evidenziato, oltre ad utili contributi per il perfezionamento del testo regolamentare, una sostanziale condivisione del nuovo impianto normativo. Inoltre, nel provvedimento regolamentare di imminente adozione, è stata prevista una disciplina transitoria in considerazione dei necessari tempi di adeguamento agli standard previsti dalla nuova disciplina e di avvio dei nuovi sistemi di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate.

In materia di assetti proprietari, il recepimento delle disposizioni comunitarie ha rappresentato l’occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina già vigente sulla trasparenza proprietaria, al fine di procedere, oltre che agli adeguamenti peraltro minimi imposti dalla direttiva, ad una sua razionalizzazione, senza con ciò diminuire il livello di trasparenza del mercato assicurato sinora dalle disposizioni nazionali.

Nel documento di consultazione sopra richiamato sono state proposte modifiche regolamentari intese a semplificare gli oneri connessi all’acquisizione di partecipazioni rilevanti e i connessi adempimenti.

In tale ottica, si è ipotizzata una riduzione del numero delle soglie rilevanti ai fini degli obblighi di notifica, pur mantenendo la soglia minima del 2 per cento, confermata dalle norme del Tuf (art. 120).

#### *La regolamentazione attuativa della direttiva sull’Opa*

Nell’ambito delle attività di vigilanza regolamentare la Consob è impegnata nella revisione della disciplina applicabile alle offerte pubbliche d’acquisto, resa necessaria dal recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva 2004/25/CE e dalle ulteriori modifiche apportate dal d.lgs. 229/2007 al Tuf.

In aggiunta all’esigenza di dare attuazione alle predette modifiche legislative, la regolamentazione in materia di Opa mira anche ad una migliore definizione della disciplina vigente, che tenga conto sia delle questioni emerse dall’esperienza applicativa sia degli spunti di riflessione forniti dall’analisi comparata degli ordinamenti esteri di riferimento.

Sottese alle diverse ipotesi di modifica della disciplina dell’Opa sono le macro-finalità dell’azione di vigilanza sugli emittenti sancite dall’art. 91 del Tuf e rappresentate dalla tutela degli investitori e dall’efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario.

Nella direzione del perseguimento di entrambe le finalità si pongono ipotesi di modifiche regolamentari volte ad evitare fenomeni distorsivi che possono influenzare le scelte degli azionisti destinatari di un’offerta pubblica d’acquisto, alterando il

comportamento dei piccoli azionisti in un momento decisivo per l'allocazione del controllo della società *target*.

In particolare, l'incertezza sull'esito dell'offerta e le difficoltà di coordinamento tra piccoli azionisti di società bersaglio di un'Opa possono delineare una situazione, nota come "coazione a vendere" (o "*pressure to tender*"), in cui anche l'azionista non favorevole all'offerta sarebbe indotto ad aderirvi dal timore, in caso di successo, di restare in possesso di azioni destinate a deprezzarsi a causa della riduzione della liquidità dei titoli e della contendibilità del controllo della società. L'adozione diffusa di un simile comportamento può condurre alla situazione-limite di successo di offerte che tutti gli oblati ritengono non vantaggiose, con evidente pregiudizio per la tutela degli investitori e per il buon funzionamento del mercato del controllo societario.

La coazione a vendere è più intensa nel caso di offerte volontarie promosse dall'azionista di controllo, nelle quali il corrispettivo offerto non include alcun "premio per il controllo" e i piccoli azionisti subiscono rilevanti asimmetrie informative sulla valutazione di convenienza dell'offerta.

La frequenza con cui nel 2008 sono state promosse dall'azionista di maggioranza offerte pubbliche di acquisto finalizzate al *delisting* della società e le connesse esigenze di tutela degli azionisti destinatari di Opa lanciate in una fase di quotazioni di mercato depresse hanno indotto la Consob, oltre che ad adottare iniziative di vigilanza specifiche, ad individuare soluzioni regolamentari *ad hoc*.

In particolare, l'introduzione di una previsione che preveda una riapertura dei termini di offerte promosse dall'azionista di controllo in caso di suo successo consentirebbe all'azionista che giudica non conveniente l'Opa di non aderire nella prima fase, avendo la possibilità di farlo, eventualmente, nella seconda. Una tale previsione non muterebbe al tempo stesso l'incentivo per gli azionisti favorevoli all'offerta ad aderirvi prontamente.

Un ulteriore correttivo contro la coazione a vendere può essere offerto dal rafforzamento del contenuto informativo del comunicato dell'emittente oggetto di Opa, tramite l'inclusione obbligatoria di una autonoma valutazione dell'offerta da parte degli amministratori indipendenti.

Ulteriori modifiche alla regolamentazione delle Opa in corso di elaborazione potrebbero attenersi al rafforzamento della trasparenza informativa e delle regole di correttezza in corso di offerta e, ove possibile, a un maggior coinvolgimento degli azionisti, anche di minoranza, nella disciplina delle esenzioni dall'obbligo di Opa.

#### *La disciplina delle operazioni con parti correlate*

Nell'aprile 2008 è stata pubblicata una proposta di regolamentazione in materia di operazioni con parti correlate in attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c., con cui sono stati

enunciati principi di correttezza sostanziale e procedurale ai quali le società che fanno ricorso al mercato di rischio dovrebbero essere tenute a conformarsi. L'attuazione di tale delega legislativa ha costituito inoltre l'occasione per una revisione della norma (art. 71-bis del Regolamento Emittenti) che già disciplinava le operazioni con parti correlate sotto il profilo della trasparenza al mercato.

L'emanazione di un complesso regolamentare unitario in materia di operazioni con parti correlate è motivata dal riconoscimento della complementarità tra gli strumenti di trasparenza verso il mercato e i principi di correttezza ai quali le società dovrebbero ispirarsi nel compimento delle stesse.

La considerazione dell'importanza e dell'ampiezza del tema ha motivato l'adozione di un rafforzato *iter* regolamentare nel quale ha avuto luogo la sperimentazione dell'attività di analisi di impatto della regolamentazione sulla cui base è stata individuata, tra le varie opzioni considerate, la proposta di regolazione sottoposta a consultazione e che riguarda sia la disciplina informativa, sia l'emanazione di principi atti ad assicurare correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

Con riferimento al primo ambito, la revisione della disciplina della trasparenza innova in primo luogo la definizione delle operazioni soggette a informativa, le c.d. operazioni rilevanti, qualificate non più esclusivamente in base a criteri qualitativi ma in prevalenza quantitativi basati sull'applicazione di indici dimensionali. Nell'identificazione delle operazioni rilevanti è stato inoltre previsto un regime più stringente per le società caratterizzate da una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più marcata, nelle quali sono pertanto presenti maggiori rischi di estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di controllo. Al tempo stesso, al fine di non ostacolare l'ordinaria e frequente operatività infragruppo si è attribuita alle società la possibilità di escludere dalle operazioni rilevanti quelle realizzate con società controllate, purché in tali controllate non vi siano interessi di altre parti correlate.

La proposta regolamentare prevede un doppio regime di trasparenza per le operazioni rilevanti con parti correlate, da un lato, rafforzando la trasparenza immediata, resa più tempestivamente al mercato mediante un apposito documento informativo a seguito dell'approvazione dell'operazione e, dall'altro, in attuazione della direttiva *Transparency*, prevedendo forme di trasparenza periodica nella relazione sulla gestione.

Con riferimento agli aspetti procedurali, la proposta di regolazione è fondata sulla valorizzazione e sulla responsabilizzazione degli amministratori indipendenti nell'effettuazione delle operazioni con parti correlate. I principi di correttezza sostanziale e procedurale, e il relativo coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle trattative e nelle fasi istruttoria e decisoria, sono stati graduati in considerazione della "rilevanza" dell'operazione.

Sempre in un'ottica di proporzionalità tra costi e benefici, la disciplina proposta si presenta differenziata in ragione delle caratteristiche dimensionali delle società, consentendo a emittenti di minori dimensioni, neoquotati e con azioni diffuse, solitamente caratterizzati da strutture societarie meno articolate, di utilizzare una procedura semplificata.

Considerata la complessità e la rilevanza di una normativa che incide non solo su aspetti informativi, ma anche sulla stessa *governance* degli emittenti, la Commissione ha previsto procedure e tempi di consultazione che assicurassero il massimo dialogo con il mercato. La fase di consultazione ormai conclusa ha consentito di raccogliere numerosi e utili contributi. Il loro esame ha portato la Consob a elaborare una nuova ipotesi di regolamentazione che mantiene le linee di fondo della prima proposta, confermando la centralità del ruolo degli amministratori indipendenti e della trasparenza, al contempo recependo anche osservazioni formulate dal mercato. Tale nuova ipotesi, che al 31 marzo risulta in fase di approvazione, sarà sottoposta ad una seconda breve consultazione con il mercato con l'obiettivo di pervenire alla sua migliore adozione entro la fine del primo semestre del 2009.

#### *La regolamentazione attuativa della disciplina sui consulenti finanziari*

La disciplina del servizio di consulenza in materia di investimenti ha subito negli anni una profonda evoluzione, sia nell'ambito del contesto nazionale sia all'interno del contesto comunitario. Per via della sempre maggiore dipendenza degli investitori, soprattutto non sofisticati, dalle raccomandazioni in materia di investimenti, la direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/CE) ha modificato radicalmente l'impostazione della previgente disciplina comunitaria includendo la consulenza tra i servizi e le attività di investimento e introducendo una riserva di attività in favore di imprese di investimento, banche, Sgr e società di gestione armonizzate, qualora autorizzate nello Stato membro di origine.

Il Testo Unico della Finanza riconosce anche alle persone fisiche “*in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze*” la possibilità di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro e/o strumenti finanziari di pertinenza degli investitori. La disposizione dell'art. 18-bis del Tuf, subordina, peraltro, l'esercizio del servizio di consulenza da parte di soggetti diversi dagli intermediari all'iscrizione in un apposito albo di nuova istituzione dedicato ai consulenti finanziari persone fisiche. L'albo sarà tenuto da un costituendo Organismo, ordinato in forma di associazione e dotato di autonomia organizzativa, statutaria e finanziaria, cui vengono riconosciute funzioni di vigilanza e potestà sanzionatoria nei confronti degli iscritti e i cui rappresentanti dovranno essere nominati con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob.

Nel quadro normativo testé delineato il legislatore demanda alla potestà regolamentare della Consob la definizione dei principi e dei criteri relativi alla disciplina dei consulenti finanziari persone fisiche, nonché l'attività di supervisione nei confronti del costituendo Organismo. Tale attività potrà esplicarsi sia mediante l'esercizio di poteri di vigilanza informativa ed ispettiva, sia attraverso il potere di proporre lo scioglimento al Ministero dell'Economia e delle Finanze nei casi di inerzia o malfunzionamento. È stato, infine, attribuito alla Consob il potere di decidere sui ricorsi presentati avverso i provvedimenti sanzionatori eventualmente comminati dall'Organismo.

Con decreto del 24 dicembre 2008, n. 206, pubblicato nella G.U. n. 303 del 30.12.2008, è stato adottato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze il regolamento avente ad oggetto la disciplina dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari.

Nel corso del 2008 è stato pubblicato dalla Consob un documento di consultazione recante il regolamento di attuazione dell'art. 18-*bis* del Tuf in materia di consulenti finanziari per i profili demandati alla vigilanza regolamentare dell'Istituto.

L'approccio seguito ai fini della definizione del documento posto in consultazione è stato quello di elaborare un modello unitario di disciplina della consulenza in materia d'investimenti ispirato ai seguenti principi: 1) favorire lo sviluppo e la competitività del mercato della consulenza in materia di investimenti, nonché la concorrenza tra i diversi operatori, attraverso la creazione di un contesto normativo che assicuri parità di accesso al mercato e condizioni equivalenti di esercizio dell'attività; 2) contenere l'impatto dei costi di *compliance* e garantire la sostenibilità della regolamentazione da parte dei consulenti finanziari persone fisiche, nel rispetto del principio di proporzionalità di cui all'art. 6, comma 01, del Tuf; 3) assicurare un livello di protezione dei clienti equivalente a quello offerto dalla disciplina dei soggetti abilitati, articolando l'apparato delle tutele in funzione del diverso grado di conoscenza ed esperienza degli investitori; 4) conseguire la uniformità della disciplina di trasparenza e di correttezza del servizio di consulenza in materia di investimenti nonché assicurare la conformità della disciplina dei consulenti finanziari persone fisiche al regime normativo MiFID; 5) con riferimento alle regole di organizzazione, assicurare il rispetto dei criteri di adeguatezza e proporzionalità avendo riguardo sia in generale alle peculiarità che connotano l'esercizio di un'attività economica organizzata in forma individuale, sia alle specifiche dimensioni e complessità dell'attività del singolo consulente, sia infine ai tratti distintivi che caratterizzano il modello di regolazione del conflitto di interessi adottato dall'art. 18-*bis* del Tuf.

Esaurita la fase della consultazione, il predetto regolamento potrà essere emanato appena il Ministero dell'Economia e delle Finanze avrà apportato alla normativa primaria alcuni emendamenti in fase di definizione.

## **2. L'attività di livello 3 e le comunicazioni interpretative**

### *Le comunicazioni interpretative della disciplina di attuazione della MiFID*

Nel corso del 2008 l'attività regolamentare si è concentrata nel processo di chiarimento e segnalazione all'industria delle misure necessarie per l'effettiva adozione delle riforme strategiche e procedurali presupposte o richieste dalla nuova disciplina di recepimento della MiFID.

In tale contesto sono state elaborate misure interpretative di “livello 3” sul nuovo Regolamento Intermediari.

Il fenomeno economico della distribuzione di prodotti finanziari illiquidi (quali, a titolo esemplificativo, obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario, nonché derivati Otc) alla clientela *retail* assume infatti centrale rilevanza per il mercato finanziario nazionale tenuto conto dello scarso peso del risparmio gestito nella composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie. Questo tema assume particolare rilievo anche per il sistema bancario italiano che nel corso del biennio 2009-2010 dovrà rifinanziare obbligazioni in scadenza per oltre 200 miliardi di euro. Nelle attuali condizioni di mercato si possono, infatti, registrare maggiori incentivi al collocamento di obbligazioni bancarie presso la clientela al dettaglio, che avviene a costi di norma inferiori a quelli richiesti da altri investitori istituzionali che esigono più alti premi per il rischio assunto. Potrebbero esservi sono quindi rischi di insorgenza di significativi conflitti di interessi in capo alle banche, sia rispetto all'attività di gestione sia rispetto all'attività di consulenza. La necessità di rafforzare i coefficienti patrimoniali ha, inoltre, orientato le banche a collocare anche obbligazioni subordinate e prodotti ibridi, poco adatti, per profili di rischiosità e complessità, ad investitori al dettaglio.

Il documento di livello 3 richiede agli intermediari nel caso in cui trattino con la clientela titoli “illiquidi”, ossia titoli che comportano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole a condizioni di prezzo significative, di innalzare il livello di informativa al cliente, in particolare sui costi di smobilizzo dei menzionati investimenti. Specifiche cautele sono indicate al fine di garantire un corretto e ricostruibile *pricing* dei prodotti illiquidi trattati e un forte richiamo è formulato affinché le procedure di valutazione di adeguatezza siano tali da intercettare autonomamente il rischio di illiquidità del titolo da porsi in relazione di compatibilità con l'*holding period* manifestato dal cliente.

Per la sua rilevanza ed impatto, le misure sono state sottoposte ad un articolato processo di consultazione e richiederanno la pronta realizzazione da parte degli intermediari dei necessari aggiornamenti alle proprie procedure aziendali. Al tal fine, gli operatori potranno anche avvantaggiarsi dell'eventuale elaborazione di *best practices* da parte delle Associazioni di categoria.

Accanto al processo di chiarimento diretto dei principali passaggi interpretativi discendenti dalla nuova disciplina, la Consob ha definito una *policy*, pubblicata nel maggio 2008, per la valutazione ed eventuale validazione delle linee-guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari. Uno spazio importante, nella prospettiva di soddisfare le esigenze di certezza degli operatori, può infatti essere colmato da orientamenti applicativi, elaborati dalle Associazioni degli intermediari ed eventualmente validati dalla Consob, sentite anche le Associazioni dei consumatori, tali che gli operatori che vi si attenessero siano considerati adempienti agli obblighi di legge (*safe harbour*).

Tali Linee garantiscono migliore elasticità e grado di dettaglio applicativo, assicurando al contempo un approccio rispettoso della libera concorrenza tra gli operatori alla luce della specificità operativa ed organizzativa della singola impresa.

Nel corso del 2008 si sono quindi avviati e condotti confronti con le principali Associazioni degli intermediari le quali hanno sottoposto al processo di formale validazione le proprie prime bozze di Linee-guida. In data 24 marzo 2009 sono state così validate le prime *guidance* elaborate da Associazioni degli intermediari su diverse aree.

#### *La disciplina sull'elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo*

Alla luce delle esperienze di vigilanza maturate in occasione della stagione assembleare 2008, che ha rappresentato un primo test per l'applicazione della nuova disciplina in materia di elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo da parte delle minoranze attraverso il meccanismo del voto di lista (si veda il par. 6 del precedente Capitolo II "L'attività di vigilanza"), è stata sottoposta a consultazione del mercato, il 29 aprile 2008, una proposta di comunicazione volta a orientare i comportamenti degli operatori verso una maggiore aderenza allo spirito della legge in occasione della presentazione di liste di minoranza.

In base all'esito della consultazione si è ritenuto opportuno emanare una comunicazione con la quale si raccomanda ai soci che presentino una "lista di minoranza" di specificare l'assenza di rapporti di collegamento, anche indiretti, con gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, partecipazioni di controllo o di maggioranza relativa e le relazioni eventualmente esistenti, qualora significative<sup>29</sup>, con tali soggetti, nonché le

<sup>29</sup> In particolare, si raccomanda di indicare tra le predette relazioni, qualora significative, almeno: i rapporti di parentela; l'adesione nel recente passato, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, ad un patto parasociale previsto dall'art. 122 del Tuf avente ad oggetto azioni dell'emittente o di società del gruppo dell'emittente; l'adesione, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, ad un medesimo patto parasociale avente ad oggetto azioni di società terze; l'esistenza di partecipazioni azionarie, dirette o indirette, e l'eventuale presenza di partecipazioni reciproche, dirette o indirette, anche tra le società dei rispettivi gruppi; l'aver assunto cariche, anche nel recente passato, negli organi di amministrazione e controllo di società del gruppo del socio (o dei soci) di controllo o di maggioranza relativa, nonché il prestare o l'aver prestato nel recente passato lavoro dipendente presso tali società; l'aver fatto parte, direttamente o tramite propri rappresentanti, della lista presentata dai soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di

motivazioni per le quali tali relazioni non sono state considerate determinanti per l'esistenza dei citati rapporti di collegamento.

Nella stessa comunicazione i componenti gli organi di controllo sono stati invitati, nell'adempimento dei loro doveri di vigilanza, a prestare particolare attenzione al rispetto della disciplina sull'elezione degli organi di amministrazione e controllo ed eventualmente ad assumere, nell'ambito dei propri poteri, ogni iniziativa utile, anche al fine di evitare incertezze sul mercato in ogni fase delle procedure di presentazione delle liste e di nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo.

Contestualmente all'emanazione della citata comunicazione è stata sottoposta alla consultazione del mercato una ulteriore proposta di comunicazione contenente raccomandazioni riguardanti l'informativa che l'organo amministrativo deve fornire in merito alla valutazione sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai suoi componenti. Ciò in quanto si è riscontrato più volte che amministratori sono stati definiti indipendenti ai sensi del Codice di Autodisciplina senza che fossero evidenziate la mancanza di alcuni requisiti indicati dal medesimo Codice e le motivazioni per le quali gli stessi amministratori fossero stati ritenuti comunque indipendenti.

Tenuto quindi conto dell'importanza per il mercato di conoscere in modo chiaro la composizione dell'organo amministrativo, la proposta di comunicazione raccomanda ai consigli di amministrazione delle società quotate, in occasione delle nomine dei loro componenti e, periodicamente, nella relazione sul governo societario, di fornire tutte le informazioni necessarie circa la presenza degli amministratori indipendenti e i requisiti utilizzati per qualificarli tali.

---

maggioranza relativa nella precedente elezione degli organi di amministrazione o controllo; l'aver partecipato, nella precedente elezione degli organi di amministrazione o di controllo, alla presentazione di una lista con i soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa ovvero avere votato una lista presentata da questi ultimi; l'intrattenere o l'aver intrattenuto nel recente passato relazioni commerciali, finanziarie (ove non rientrino nell'attività tipica del finanziatore) o professionali; la presenza nella c.d. lista di minoranza di candidati che sono o sono stati nel recente passato amministratori esecutivi ovvero dirigenti con responsabilità strategiche dell'azionista (o degli azionisti) di controllo o di maggioranza relativa o di società facenti parte dei rispettivi gruppi.

## IV – L'ATTIVITÀ DI ENFORCEMENT E I RAPPORTI CON L'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

### 1. L'attività sanzionatoria

Nel corso del 2008 la Consob ha adottato 136 provvedimenti sanzionatori per accertate violazioni delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e dei relativi regolamenti attuativi. L'ammontare complessivo delle sanzioni pecuniarie irrogate è stato pari a 6,5 milioni di euro, inferiore a quello del 2007 (anno in cui erano stato adottati 200 provvedimenti sanzionatori per un importo complessivo pari a 43,7 milioni di euro), in quanto tra la fine del 2006 e la prima parte del 2007 avevano trovato conclusione alcuni procedimenti sanzionatori afferenti operazioni societarie e di mercato di particolare rilevanza (vicenda Antonveneta, operazione di *equity swap* Ifil/Exor nell'ambito del Gruppo Agnelli, tentativo di scalata a Rcs), che avevano comportato l'applicazione di sanzioni di importo particolarmente elevato e tendenti al massimo edittale che, per le sole tre vicende sopra richiamate, avevano superato i 30 milioni di euro complessivi.

L'attività di vigilanza sfociata nei procedimenti sanzionatori conclusi nel 2008 non ha fatto emergere, invece, fattispecie altrettanto gravi, attestandosi su livelli di sostanziale ordinarietà, eccezion fatta per taluni illeciti che hanno comportato l'applicazione di sanzioni di importo piuttosto consistente.

Tra i provvedimenti sanzionatori di maggiore rilevanza assunti nel 2008 meritano, anzitutto, di essere segnalati quelli adottati nei confronti degli esponenti aziendali di Banca Italease Spa e della stessa banca, in relazione alle gravi violazioni della disciplina in materia di intermediari ed emittenti accertate con riguardo all'intensa attività in strumenti finanziari derivati svolta da tale banca fino a metà 2007.

L'ampia ed approfondita attività di accertamento posta in essere – anche mediante audizioni e l'espletamento di una specifica indagine ispettiva – nei confronti degli amministratori e del collegio sindacale, nonché della società di revisione incaricata, ha fatto emergere che Banca Italease aveva dato inizio nel 2003 ad un'attività di negoziazione in prodotti derivati *over the counter* (Otc) su tassi di interesse (*Interest Rate Swap - Irs*), in funzione della quale la banca, a fronte di ogni strumento derivato sottoscritto con la clientela, stipulava nella stessa giornata un contratto speculare con una controparte istituzionale finanziaria, in modo che ciascuna posizione risultasse "pareggiata".

Per effetto di tale *modus operandi*, i crediti verso clienti per posizioni in derivati sono risultati crescere dai 225 milioni di euro di fine 2006 ai circa 400 milioni di euro di fine maggio 2007, fino ad arrivare a circa 920 milioni di euro al 30 giugno 2007.

In esito alla complessiva attività di accertamento svolta la Consob già nel corso del 2007 ha inviato alla Procura della Repubblica tre segnalazioni, con le quali si è dato conto

degli elementi informativi acquisiti, sono state svolte considerazioni in merito alla correttezza dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2006 (da cui era anche conseguita l'attivazione in data 31 ottobre 2007 dei poteri di impugnativa) e sono stati rappresentati fatti ritenuti di possibile rilevanza penale ai sensi dell'art. 331 c.p.

Contestualmente sono stati avviati due procedimenti sanzionatori amministrativi, il primo dei quali a carico degli esponenti aziendali di Banca Italease e, a titolo di responsabilità solidale, della stessa Banca con riguardo alle numerose e significative carenze procedurali accertate nella prestazione del servizio di negoziazione in conto proprio avente ad oggetto derivati Otc; carenze afferenti, in particolare, l'assenza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza da parte della clientela della natura, dei rischi e delle implicazioni delle operazioni stipulate, quale condizione imprescindibile per pervenire a consapevoli scelte d'investimento/disinvestimento.

È risultato, infatti, che Banca Italease aveva proceduto in modo passivo alla commercializzazione dei prodotti ingegnerizzati da *investment bank* terze, senza compiere alcun approfondimento in merito alle caratteristiche ed alla strutturazione dei derivati oggetto dell'operatività Otc; inoltre, la Banca non aveva elaborato alcuna procedura volta ad illustrare alla clientela la natura, il grado di rischiosità e le implicazioni dei prodotti commercializzati, né disponeva all'epoca di un valido sistema di catalogazione degli strumenti finanziari in relazione al livello di rischio agli stessi associato; il che è risultato tanto più grave in considerazione delle peculiarità dell'offerta del predetto intermediario orientata, nel periodo oggetto di accertamenti, verso strumenti derivati dalla struttura complessa e ad alto grado di rischiosità.

Carenze procedurali sono state, inoltre, accertate anche con riguardo alla mancata definizione da parte di Banca Italease di procedure idonee ad individuare le operazioni in derivati Otc da proporre alla clientela in relazione alle specifiche esigenze finanziarie di quest'ultima, nonché di procedure necessarie alla valutazione del valore di mercato (*mark to market*) e alla conseguente definizione delle condizioni economiche (*pricing*) applicate alle operazioni in derivati Otc concluse da Banca Italease con la clientela.

Il secondo procedimento sanzionatorio, avviato direttamente nei confronti della Banca ai sensi dell'art. 193 del Tuf, ha riguardato l'accertata duplice violazione degli obblighi informativi previsti dall'art. 114 del Tuf e relativi provvedimenti d'attuazione a carico degli emittenti quotati, non essendo state rese note, al pubblico e al mercato, le informazioni *price sensitive* in relazione: *i)* alla notizia concernente l'entità dell'esposizione in contratti derivati nei confronti della clientela e alla crescita della stessa rispetto al 31.12.2006, resa nota solo a seguito di specifica richiesta formulata dalla Consob in data 31 maggio 2007, nonostante già il precedente 24 maggio essa integrasse la fattispecie di informazione privilegiata ai sensi dell'art. 181 del Tuf; *ii)* alla notizia relativa alla decisione di sospendere la distribuzione di derivati esotici, comunicata al mercato – tra

l'altro, solo in via indiretta e desuntiva – in data 29 giugno 2007, ancorchè si trattasse di decisione risalente al precedente mese di aprile.

La mancata divulgazione da parte di Banca Italease Spa delle suddette informazioni ha avuto quale effetto la mancata messa a disposizione del mercato e del pubblico degli investitori di importanti elementi informativi, in un contesto borsistico caratterizzato da rilevanti fluttuazioni al ribasso del prezzo dei titoli della società.

Avuto riguardo al complesso ed alla gravità dei fatti violativi accertati, la Commissione ha conclusivamente applicato nei confronti degli esponenti aziendali interessati e della stessa Banca Italease sanzioni per complessivi 2,3 milioni di euro circa.

Quanto alle condotte sostanzianti abusi di mercato, nel corso del 2008 i provvedimenti sanzionatori assunti sono stati in totale 5, concernenti fattispecie di abuso di informazioni privilegiate.

Le relative sanzioni pecuniarie applicate – di importo pari, in totale, a poco più di 2 milioni di euro – hanno riguardato in tutto 6 soggetti, di cui 5 persone fisiche ed 1 persona giuridica, quest'ultima sanzionata ai sensi dell'art. 187-*quinquies* del Tuf (Responsabilità dell'ente).

Nei confronti delle stesse persone fisiche sanzionate è stata anche applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria di cui all'art. 187-*quater* del Tuf (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità ed incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate) per complessivi 18 mesi; inoltre, è stata disposta la confisca, parimenti obbligatoria ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, di beni appartenenti agli autori delle violazioni, per un valore complessivo pari a circa 5,5 milioni di euro.

Tra i procedimenti conclusi in materia di *market abuse* si segnala quello che ha portato all'adozione di provvedimenti sanzionatori in relazione ad operazioni di vendita di azioni della società Fidia Spa – effettuate dal Direttore Generale per conto della Società – sfruttando un'informazione privilegiata non ancora messa a disposizione del mercato, concernente una significativa contrazione del fatturato rispetto a quanto previsto nel *business plan* del triennio 2005-2007. Le indagini svolte hanno comprovato che tale operatività in vendita era stata posta in essere al fine di evitare le perdite connesse alla diminuzione di valore delle azioni Fidia, che sarebbero ragionevolmente conseguite per effetto della diffusione al mercato della notizia che Prima Industrie Spa (società con la quale era stato avviato un progetto di fusione per incorporazione di Fidia), venuta a conoscenza del sopraggiunto peggioramento della situazione aziendale dell'incorporante Fidia, avrebbe con tutta probabilità rinunciato alla realizzazione di detto progetto (circostanza poi effettivamente verificatasi).

Gli accertamenti condotti hanno, altresì, fatto emergere analoghi comportamenti violativi posti in essere, per le medesime finalità, anche dal socio controllante nonché Presidente di Fidia, che aveva operato in conto proprio sul medesimo titolo.

Quanto sopra ha sostanziato violazione dell'art. 187-*bis* del Tuf (abuso di informazioni privilegiate), con conseguente applicazione di sanzioni pecuniarie di poco inferiori a 1 milione di euro nel complesso. A carico delle stesse persone fisiche è stata, altresì, applicata la sanzione interdittiva accessoria obbligatoria della perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e dell'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo per complessivi otto mesi. Ai soggetti che avevano tratto diretto vantaggio dalla descritta operatività (l'emittente Fidia e il suo socio di controllo) è stata, inoltre, applicata la confisca dei beni per un controvalore complessivo di 1,8 milioni di euro.

Un'altra fattispecie grave di abuso di informazioni privilegiate è stata accertata in relazione ad acquisti di azioni Interbanca Spa, effettuati nel corso del 2002 (oggetto prima di procedimento penale e, successivamente, di procedimento sanzionatorio amministrativo, per effetto dell'intervenuta depenalizzazione delle fattispecie di insider secondario operata con la legge comunitaria 2004) abusando dell'informazione privilegiata relativa al progetto di Banca Popolare Antoniana Veneta di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni Interbanca. L'informazione privilegiata era stata acquisita dal soggetto, cui sono stati contestati i fatti, in ragione della sua appartenenza ad una delle componenti del Patto di Sindacato che, all'epoca dei fatti oggetto di accertamento, governava BPAV.

Gli accertamenti posti in essere, anche mediante la cooperazione internazionale, hanno fatto emergere l'anomalia dell'operatività sui titoli Interbanca posta in essere dal sig. Sinigaglia tramite una società con sede in Honk Kong a lui riconducibile, dal che è conseguita l'applicazione a suo carico di una sanzione pecuniaria pari a 1,4 milioni di euro, di una sanzione interdittiva accessoria, ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1, del Tuf pari a quattro mesi e la confisca di beni per un valore di circa 3,3 milioni di euro.

Nella materia delle infrazioni alla disciplina degli emittenti la Commissione ha adottato, nel corso del 2008, 30 provvedimenti sanzionatori, per effetto dei quali ha comminato sanzioni pecuniarie per un importo complessivo di 1,5 milioni di euro.

Le violazioni accertate hanno riguardato la normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto, di informativa societaria, di comunicazione delle variazioni intervenute nella partecipazioni societarie rilevanti, di pubblicazione dei patti parasociali.

Tra le fattispecie violative rilevate si segnala quella relativa all'inadempimento da parte di RCS MediaGroup Spa dell'obbligo, gravante in capo agli emittenti quotati ai sensi dell'art. 66, comma 8, del Regolamento Consob n. 11971/99, di procedere – in presenza di notizie diffuse tra il pubblico che abbiano avuto un effetto rilevante sul prezzo degli strumenti finanziari emessi dai medesimi soggetti – alla pubblicazione tempestiva di un

comunicato in merito alla veridicità delle notizie stesse, al fine di ripristinare condizioni di parità informativa sul mercato.

È stato accertato l'inadempimento da parte del predetto emittente dell'obbligo, sancito dalla sopra richiamata disposizione regolamentare, di ripristinare la parità informativa sul mercato ove sia possibile presumere, per effetto della coesistenza di indiscrezioni di stampa e di variazioni di rilievo delle quotazioni dei titoli interessati, la disomogenea disponibilità tra gli operatori ed il pubblico degli investitori di informazioni caratterizzate da adeguata precisione. In relazione a ciò è stata applicata a carico di RCS Mediagroup una sanzione pecuniaria pari a 200.000 euro.

Nel corso del 2008 sono stati espletati, inoltre, due procedimenti sanzionatori che hanno tratto origine dalle risultanze dell'attività d'indagine, anche ispettiva, posta in essere con riguardo alle due operazioni di offerta pubblica d'acquisto poste in essere da società del Gruppo Pirelli a metà 2007 aventi ad oggetto le quote dei fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi denominati Tecla e Berenice.

Dal complesso degli accertamenti svolti sono emerse violazioni sia della normativa in materia di intermediari che delle disposizioni disciplinanti le operazioni di offerta pubblica d'acquisto.

Sotto il primo profilo, gli illeciti hanno riguardato soprattutto violazioni delle disposizioni in materia di gestione delle situazioni di conflitto d'interessi e del dovere posto in capo alle Sgr di agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, tenuto conto della mancata adozione da parte di Pirelli RE Sgr delle misure necessarie a prevenire gli effetti negativi per i titolari delle quote dei due fondi comuni Tecla e Berenice derivanti dalla situazione di conflitto di interessi in cui versava la Sgr nei rapporti con la controllante Pirelli RE Spa a seguito della promozione delle due Opa in questione da parte del "veicolo societario" Gamma RE BV, a sua volta riconducibile alla stessa Pirelli RE.

Quanto alle violazioni accertate con riguardo alla disciplina in materia di offerte pubbliche d'acquisto, le condotte sanzionate hanno avuto ad oggetto, in particolare, carenze informative riscontrate nei due documenti d'offerta – nella parte relativa alla descrizione delle motivazioni e dei programmi futuri dell'emittente e, limitatamente al documento relativo all'offerta su quote del fondo Berenice, anche con riferimento all'indicazione dei criteri di determinazione del corrispettivo – nonché la violazione delle regole di correttezza in sede di predisposizione e definizione dei contenuti dei comunicati diffusi dallo stesso emittente, contenenti le valutazioni di competenza in merito alla citate operazioni, stanti le numerose interferenze poste in essere dalla controllante Pirelli RE, favorite e/o avallate dagli esponenti aziendali della controllata Pirelli RE Sgr.

Entrambi i procedimenti sanzionatori sopra richiamati si sono conclusi ad inizio 2009 con l'applicazione a carico di esponenti aziendali delle due società sopra menzionate di sanzioni pecuniarie pari complessivamente a circa 3,5 milioni di euro.

Infine, nel corso del 2008 sono giunti a conclusione i primi procedimenti (in tutto 9) concernenti violazioni della disciplina in materia di operazioni di *internal dealing* (ex art. 114, comma 7, del Tuf e relative disposizioni d'attuazione). Si tratta di una disciplina che, in un'ottica di prevenzione di possibili fattispecie di *market abuse*, pone a carico dei cc.dd. "soggetti rilevanti" (vale a dire dei soggetti che ricoprono incarichi direttivi, amministrativi e di controllo in un emittente quotato nonché dei partecipanti al capitale dell'emittente medesimo in misura almeno pari al 10 per cento) nonché delle persone ad essi strettamente legate, specifici obblighi di comunicazione alla Consob e al mercato delle operazioni aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad esse collegati. In relazione agli illeciti accertati sono state applicate sanzioni pecuniarie per complessivi 400.000 euro circa nei confronti di 7 persone fisiche e 2 persone giuridiche.

L'attività di vigilanza svolta sul fronte degli intermediari ha comportato nel corso del 2008 l'adozione di 7 provvedimenti sanzionatori, che hanno riguardato 5 banche, una Sim e una Sgr.

Le relative sanzioni pecuniarie (comprese quelle irrogate nei confronti di Banca Italease, cui si è già fatto cenno sopra), sono state pari a circa 2,9 milioni di euro ed hanno riguardato 103 esponenti aziendali.

Le irregolarità di maggiore rilevanza accertate hanno riguardato il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure interne idonee ad assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi d'investimento ed a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi medesimi, nonché l'adeguata vigilanza interna sull'attività svolta dalle reti di vendita; l'inidoneità delle procedure per la individuazione e gestione dei conflitti d'interesse; la violazione delle disposizioni in materia di preimputazione e registrazione degli ordini; la mancata indicazione all'investitore di un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi ad essa connessi, in relazione al quale commisurare i risultati della gestione stessa; la violazione delle disposizioni in materia di adozione e tenuta del registro dei reclami della clientela nonché di adozione del registro delle verifiche; la mancata adozione del registro elettronico degli ordini impartiti dalla clientela e delle operazioni eseguite; carenze nelle procedure funzionali a consentire la compiuta valutazione dell'adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti; mancanza di procedure idonee a garantire un'adeguata conoscenza dei prodotti commercializzati.

*Possibili linee di riforma della disciplina sanzionatoria*

Gli interventi legislativi del 2005 (legge n. 62/2005, cd. “legge comunitaria 2004”, e legge n. 262/2005, cd. “legge sul risparmio”) hanno profondamente mutato il previgente assetto normativo.

È stato, come noto, assegnato direttamente alla Consob il compito di applicare le sanzioni per comportamenti violativi delle disposizioni del Testo Unico della Finanza e relativi provvedimenti d’attuazione ed è stato definito un sistema sanzionatorio decisamente più efficace rispetto al passato che, sotto il profilo della sua capacità dissuasiva, può ritenersi in linea con i *legal standard* più avanzati a livello europeo, in particolare per quanto riguarda la repressione delle condotte illecite concretanti abusi di mercato, che rappresentano le fattispecie violative ritenute maggiormente lesive anche dal legislatore comunitario, stante la loro capacità di compromettere, anche gravemente, il regolare funzionamento dei mercati e di minare la fiducia del pubblico degli investitori.

Avvalendosi delle potestà sanzionatorie conferite con i citati provvedimenti legislativi del 2005, e uniformando sotto il profilo procedurale la propria azione alla piena osservanza del principio di separatezza tra funzioni istruttorie (attribuite ai competenti Uffici dell’Istituto) e funzioni decisorie (di competenza esclusiva della Commissione), introdotto con i medesimi provvedimenti legislativi, nel triennio 2006/2008 sono stati svolti 499 procedimenti sanzionatori che in 436 casi si sono conclusi con l’applicazione di sanzioni a carico degli autori delle violazioni.

Il controvalore delle sanzioni pecuniarie nel complesso applicate ha superato i 58 milioni di euro, mentre il valore dei beni oggetto di confisca per accertate condotte illecite in materia di *market abuse* è stato di oltre 45 milioni di euro.

Si tratta di un volume di attività significativo – sia sotto il profilo quantitativo sia avuto riguardo alla rilevanza di alcune delle vicende di mercato che sono state interessate dall’azione punitiva dell’Istituto – che ha rappresentato un valido banco di prova dell’attuale assetto normativo in materia sanzionatoria, sulla cui base pare possibile formulare talune considerazioni su possibili profili evolutivi dello stesso.

Va subito evidenziato che l’esperienza maturata induce ad affermare che l’impianto sanzionatorio definito con gli interventi legislativi del 2005 sia stato in grado di dare, in linea generale, buona prova di sé sotto il profilo sia dell’adeguatezza dell’*iter* procedurale, sia dell’efficacia e della capacità dissuasiva della reazione repressiva a fronte di accertate condotte illecite.

Ciò risulta confermato anche dalla sostanziale tenuta, in sede giudiziale, dei provvedimenti sanzionatori finora adottati, a fronte delle opposizioni presentate dai soggetti destinatari delle sanzioni; la fondatezza dell’impianto accusatorio posto a base delle sanzioni di volta in volta applicate ha, infatti, ricevuto pressoché totale conferma da