

parte delle Corti d'Appello adite, che solo in circoscritti casi hanno proceduto ad una rideterminazione del *quantum* delle sanzioni applicate.

Nondimeno, sussistono ambiti per possibili interventi riformatori funzionali alla rimozione di talune criticità emerse.

Relativamente alle sanzioni pecuniarie, gli attuali importi edittali previsti dal Tuf appaiono in complesso adeguati nei loro massimi; potenzialmente eccessivi, invece, e tali da non assicurare sempre la necessaria proporzionalità ed adeguatezza con riguardo a taluni minimi.

Nella Relazione 2007 sono state prefigurate ipotesi emendative dell'attuale apparato sanzionatorio del Tuf, segnalando anzitutto come l'attuale sanzione minima prevista dagli artt. 187-bis e 187-ter del Tuf per fattispecie di abusi di mercato (100.000,00 euro) può rivelarsi, in concreto, eccessiva in presenza di comportamenti violativi di contenuta gravità sia oggettiva che soggettiva, con la conseguente opportunità di una rideterminazione verso il basso di tale importo, ripristinando il minimo edittale di 20.000 euro introdotto dalla legge n. 62/2005 (quintuplicato, a distanza di pochi mesi, con la legge sul risparmio di fine 2005).

Considerazioni analoghe sono state formulate anche con riguardo alla sanzione minima (50.000,00 euro) prevista dall'art. 187-*quinqüesdecies* del Tuf per i casi di inottemperanza alle richieste formulate dalla Consob e di procurato ritardo all'esercizio delle relative funzioni, auspicando il ripristino del minimo edittale "ante legge sul risparmio" (10.000,00 euro).

Un intervento riformatore funzionale ad assicurare, in ogni circostanza, la necessaria modularità e proporzionalità della reazione sanzionatoria è stato auspicato anche con riguardo all'art. 193 del Tuf, relativamente alle violazioni degli obblighi di comunicazione, entro i termini normativamente previsti, delle partecipazioni rilevanti al capitale di emittenti quotati e, più in generale, per le violazioni degli obblighi in materia di informativa societaria.

Tali istanze riformatrici dell'attuale *corpus* normativo del Tuf hanno trovato positivo riscontro nelle competenti sedi istituzionali; sono in corso iniziative, a livello legislativo, per apportare revisioni alle citate disposizioni del Testo Unico.

Nella materia delle sanzioni per fattispecie di *market abuse* permangono profili di possibili criticità con riguardo all'attuale formulazione dell'art. 187-*sexies* del Tuf, laddove è prevista la misura obbligatoria della confisca.

Come già si è avuto modo di rilevare nella Relazione dello scorso anno, la richiamata disposizione, nella sua attuale formulazione, può tradursi sotto il profilo applicativo nell'adozione di un provvedimento ablatorio di entità sproporzionata rispetto alla gravità dei fatti rilevati ed alla sanzione pecuniaria applicata. Opportuna appare, pertanto, *de iure condendo*, una revisione dell'attuale dettato normativo, che consenta di assoggettare a

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

Sono attualmente in corso approfondimenti della materia – sulla base dell’esperienza applicativa finora maturata e del quadro normativo di riferimento – funzionali alla elaborazione di eventuali ipotesi di interventi emendativi, che dovranno ad ogni modo esser tali da contemperare la necessaria efficacia e capacità afflittiva della misura con l’indicato obiettivo di assicurare sempre la proporzionalità del *quantum* dei beni oggetto della confisca rispetto alla gravità dei fatti illeciti accertati.

Gli interventi riformatori dell’attuale impianto normativo del Tuf cui sopra si è fatto cenno sono tutti strumentali a soddisfare l’esigenza di assicurare maggiore flessibilità, in sede applicativa, allo strumento repressivo, lasciandone tuttavia impregiudicato il rigore punitivo e la capacità di deterrenza per le fattispecie di maggiore gravità.

Più in generale, auspicabile appare una rivisitazione d’ordine sistematico del complesso delle disposizioni del Tuf in materia di sanzioni amministrative, allo scopo di verificarne coerenza, funzionalità ed adeguatezza complessive. In tale contesto, pare opportuno considerare anche l’eventualità di ampliare gli strumenti di reazione aventi valenza sanzionatoria (ad esempio, mediante la previsione di richiami scritti, attualmente previsti solo per i promotori finanziari). L’utilizzo di strumenti siffatti può, infatti, migliorare il livello di interazione tra Autorità di vigilanza e soggetti vigilati secondo un approccio che, attraverso la valorizzazione della componente di tipo reputazionale, punti a elevare il grado complessivo di *compliance* alle norme, rendendo nello stesso tempo più flessibile l’azione dell’Autorità di vigilanza.

2. Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

In materia di abusi di mercato, nel corso dell’anno, si sono definiti i primi giudizi di opposizione, intrapresi nel 2007, avverso sanzioni comminate a seguito dell’accertamento di illeciti di abuso di informazioni privilegiate da parte di *insider* secondari (art. 187-*bis*, comma 4, del Tuf) relativamente a fatti commessi anteriormente all’entrata in vigore della legge 18 aprile 2005, n. 62 (che depenalizza l’illecito) e sanzionati in via amministrativa, a seguito della trasmissione degli atti alla Consob da parte dell’Autorità giudiziaria (avanti alla quale erano stati instaurati procedimenti penali per i medesimi casi, come previsto dall’art. 9, comma 6, della citata legge n. 62). Si tratta, in particolare, di 7 impugnazioni, promosse innanzi alla Corte d’Appello di Brescia, che sono state tutte rigettate.

La Corte d’Appello di Roma, investita delle opposizioni avverso le sanzioni applicate in relazione al tentativo di “scalata” della RCS, a fronte degli illeciti di manipolazione del mercato, procurato ritardo all’attività di vigilanza della Consob, mancata comunicazione alla stessa di notizie e documenti, nonché omessa comunicazione di partecipazioni rilevanti, ha confermato la sussistenza degli illeciti accertati.

In relazione alla disciplina concernente la prestazione dei servizi di investimento, le Corti d'Appello di Venezia e Milano hanno confermato le sanzioni applicate a due società del Gruppo Unicredito Italiano per l'inadeguatezza delle procedure aziendali relative alla ingegnerizzazione e commercializzazione di strumenti finanziari derivati non negoziati nei mercati regolamentati (Otc).

La Corte d'Appello di Brescia ha valutato la possibilità che l'inosservanza di talune regole di funzionamento dei mercati regolamentati, approvate dalle relative società di gestione, possa costituire comportamento sanzionabile in via amministrativa. In particolare, la fattispecie esaminata dai giudici bresciani riguarda il caso di un intermediario che ha, intenzionalmente, regolato un'operazione in titoli con tre giorni di ritardo, rispetto al termine previsto dal Regolamento di Borsa, determinando una situazione di cosiddetto "fail". La Corte ha confermato la sussistenza dell'illecito sanzionato dalla Consob.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, si segnala la decisione del Tar del Lazio di annullare un atto con il quale era stata accertata la stipulazione, nel 2005, di un patto parasociale tra azionisti della S.S. Lazio Spa per l'acquisto concertato di azioni ordinarie della stessa società con il superamento della soglia del 30 per cento rilevante per l'Opa obbligatoria. Il Tribunale ha annullato l'atto per l'insufficienza della motivazione in ordine alla funzione parasociale del patto, anche in considerazione dell'adozione del sistema societario cosiddetto dualistico da parte della società (sentenza 8835 del 2008). Tale sentenza è stata impugnata dalla Consob innanzi al Consiglio di Stato.

Si riferisce alla giurisdizione amministrativa un ulteriore procedimento, portato innanzi al Tar del Lazio, promosso da un comitato di piccoli azionisti della Immobiliare Lombarda Spa per l'annullamento della delibera in cui si stabilisce il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto delle azioni residue della società (ex art. 108, comma 2, del Tuf). Il Tribunale ha respinto l'istanza cautelare, motivata dall'imminente chiusura della procedura di offerta. Il Tar non ha riscontrato il danno irreparabile, vista la natura patrimoniale dell'oggetto dell'obbligazione in capo all'offerente; in caso di esito positivo per i ricorrenti al giudizio di merito il prezzo può essere nuovamente determinato dalla Consob e le pretese essere soddisfatte con compensazioni e conguagli (ordinanza 4158 del 2008).

Nel 2008, tra le più significative pronunce del giudice ordinario, si segnala una decisione della Corte d'Appello di Milano che ha rigettato l'opposizione di una società quotata (RCS MediaGroup Spa) avverso la sanzione per inadempimento all'obbligo (art. 66, comma 8, Regolamento Emittenti) di divulgare informazioni idonee a ripristinare la parità informativa sul mercato in presenza di *rumours* e di variazioni di rilievo delle quotazioni del titolo. In particolare, i giudici milanesi, nel confermare le sanzioni comminate, hanno ritenuto la norma regolamentare attuativa dell'art. 114, comma 5, del Tuf e sufficientemente chiara "pur in mancanza di specifiche indicazioni dell'Autorità

sulle modalità della comunicazione”; i giudici hanno, inoltre, chiarito che la finalità di ripristino della parità informativa impegna l'emittente in presenza di “trattative” per l'acquisto di un rilevante *asset* “a un dovere di *disclosure* nella dimensione utile per offrire agli investitori una percezione adeguata della evoluzione” delle trattative “e dunque non a svelare ogni più intima vicenda della negoziazione, ma almeno a denunciare i suoi aspetti più significativi per il mercato”. In tali casi, l'unica possibilità per l'emittente di sottrarsi a tale obbligo è l'uso della procedura di “grave danno” prevista dall'art. 114, comma 6, del Tuf (decreto 4.12.08).

La Corte milanese, inoltre, nel caso di una società quotata (Garboli Spa), in ritardo nella pubblicazione della relazione semestrale e trimestrale al 30 settembre 2005, ha escluso la sussistenza dell'elemento soggettivo dell'illecito amministrativo con conseguente annullamento della relativa sanzione amministrativa pecuniaria. Secondo la Corte, la situazione nella quale si sono trovati gli amministratori della società, dopo essere subentrati ai precedenti a metà esercizio a seguito del cambiamento del socio di controllo e dopo aver riscontrato perdite notevoli e non rilevabili dalle situazioni contabili precedenti, doveva ritenersi del tutto imprevedibile e non “specificamente disciplinata” dalle norme sul bilancio e tale da configurare una oggettiva impossibilità di pubblicare tempestivamente le situazioni contabili di periodo (decreto 24.06.2008).

La Corte d'Appello di Milano, in relazione ad opposizioni verso sanzioni adottate dalla Consob per violazione degli obblighi in materia di partecipazioni rilevanti, ha confermato l'orientamento maggioritario che esclude una distinzione tra omissione e ritardo nella comunicazione, in assenza di una specifica previsione di legge, e l'applicabilità del principio del *favor rei* nei procedimenti di opposizione a sanzioni amministrative in quanto “la norma sanzionatoria deve applicarsi nel testo vigente al momento di consumazione dell'illecito”, in virtù del principio dell'irretroattività delle norme sanzionatorie amministrative di cui alla legge 689/1981.

Si segnala, inoltre, la definitiva chiusura di un procedimento giudiziario riguardante un'offerta pubblica di vendita abusiva promossa, nel 2004, da un ente locale che è stato sanzionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, su proposta della Consob. L'OPV è stata effettuata in violazione delle norme che impongono l'obbligo di redazione del prospetto informativo e di certificazione dell'ultimo bilancio da parte di una società di revisione. L'opposizione avverso il decreto sanzionatorio era stata parzialmente accolta dalla Corte d'Appello di Lecce che aveva ritenuto inesistente l'obbligo di redigere il prospetto e, diversamente, aveva confermato la sanzione per l'inosservanza dell'obbligo di revisione del bilancio. Nel 2008, la Cassazione ha respinto il ricorso dell'ente territoriale e, accogliendo il ricorso incidentale della Consob, ha confermato tutte le sanzioni applicate, nel presupposto che in presenza di una sollecitazione all'investimento entrambi gli obblighi devono essere adempiuti in quanto strettamente connessi (sentenza n. 14939 del 2008).

Nel corso dell'anno è giunta a conclusione una vicenda relativa all'impugnativa del bilancio, al 31 dicembre 1997, della Gildemeister Italiana Spa intentata nel 1998 dalla Consob. La Corte d'Appello di Brescia, alla quale la Cassazione (con sentenza 6 aprile 2004) aveva rinviato il giudizio sul merito recependo le statuizioni della Suprema Corte, ha dichiarato la nullità della delibera di approvazione del bilancio “nella parte in cui sono stati contabilizzati gli oneri affrontati per la risoluzione” di un contratto di distribuzione “tra le immobilizzazioni immateriali, costi di impianto e di ampliamento” (sentenza 152 del 2008).

Sono state prese numerose decisioni nelle quali è stata affrontata la questione della conformità della procedura di applicazione delle sanzioni amministrative (disciplinata dalla delibera Consob n. 15086 del 21 giugno 2005) ai principi della “distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie” e del “contraddittorio”, (artt. 187-septies e 195 del Tuf) che configurano l'attività sanzionatoria della Consob in tutti i suoi settori istituzionali. L'idoneità della delibera n. 15086 ad attuare validamente il principio di “distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie” è stata affermata da tutte le Corti d'Appello alle quali è stata devoluta la questione, mentre la sola Corte d'Appello di Genova ha ritenuto detta delibera non rispettosa del principio del “contraddittorio” nella fase di effettiva irrogazione della sanzione.

3. I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e l'intervento nei processi penali

La Consob intrattiene stretti e frequenti rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria in relazione ad ipotesi di possibile rilievo penale che emergono nell'ambito delle attività di vigilanza. In particolare, il Presidente inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una segnalazione corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie ritenute penalmente rilevanti³⁰.

Nel 2008 sono stati trasmessi 63 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 6 segnalazioni hanno riguardato ipotesi rilevanti in materia di *market abuse* (di cui 1 per abuso di informazioni privilegiate e 5 per manipolazione); le altre hanno avuto ad oggetto ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (quali l'appropriazione indebita e la truffa), prevalentemente rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari.

L'attività di supporto alla Magistratura inquirente, anche nell'ambito di indagini penali già in corso, è proseguita con la consueta piena collaborazione prestata in relazione alle numerose richieste di dati e notizie formulate dall'Autorità Giudiziaria. È stato dato riscontro a 107 richieste riguardanti sia l'acquisizione di dati relativi a soggetti vigilati, sia

³⁰ Tale attività di segnalazione, ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p., riguarda sia ipotesi di reato previste dalla normativa di settore, sia ipotesi di reato di tipo comune emerse nel corso dell'attività di vigilanza.

documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell'Istituto nell'esercizio delle proprie funzioni.

Nel 2008 la collaborazione ex art. 187-*decies*, comma 3 del Tuf – che prevede che la Consob e l'Autorità Giudiziaria collaborino fra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni in materia di *insider trading* e manipolazione anche quando queste non costituiscono reato – ha continuato a trovare proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende “Bnl/Unipol”, “Alitalia”, nonché a vicende riguardanti società calcistiche con azioni quotate, che hanno impegnato l'Istituto in un'intensa attività di cooperazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

La Consob, nel corso del 2008, si è costituita parte civile in 7 nuovi procedimenti penali, di cui 2 per *insider trading*, 3 per manipolazione del mercato e 2 per ostacolo alle funzioni di vigilanza. Nella maggior parte dei casi, all'esito della vigilanza svolta, erano stati inviati alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni. I capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio hanno configurato i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente confermativi degli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob.

Tra le costituzioni di parte civile degna di segnalazione è quella concernente la vicenda Fiat-Ifil-Exor relativa al contratto di *equity swap* concluso nell'aprile 2005 da Exor Group S.A. con Merrill Lynch International e ai suoi sviluppi in concomitanza del riassetto azionario del gruppo nel settembre 2005. In data 9 luglio 2008 ha preso avvio l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche – esponenti aziendali, tra l'altro, di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Sapa – imputate dei reati di manipolazione del mercato, nonché di 2 persone giuridiche responsabili ex L. n. 231/2001, nel quale la Consob si è costituita parte civile. In data 7 novembre 2008 il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso decreto che dispone il giudizio nei confronti degli imputati.

Inoltre, la Consob si è costituita, all'udienza preliminare del 30 ottobre 2008, parte civile nel procedimento penale pendente innanzi al Tribunale di Milano per la vicenda “Bnl/Unipol”, in relazione all'ipotesi di reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza.

Nel corso del 2008 sono stati definiti in primo grado otto procedimenti aventi ad oggetto reati di *market abuse*, nei quali l'Istituto si era costituito parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e con la condanna al risarcimento dei danni patrimoniali e non patrimoniali subiti.

Tra questi va ricordato il procedimento penale nei confronti di 8 persone fisiche – ex esponenti aziendali di Finmatica Spa – imputate dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza, concluso con sentenza di

condanna nei confronti di uno degli imputati, pronunciata dal Tribunale di Brescia in data 16 dicembre 2008 all'esito del giudizio abbreviato, e con sentenza di patteggiamento pronunciata in pari data nei confronti degli altri.

Di particolare rilievo è anche la sentenza di condanna di uno degli imputati dei reati di aggrottaggio ed ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nella vicenda "Parmalat", emessa dal Tribunale di Milano in data 18 dicembre 2008. Nel medesimo procedimento penale, il Tribunale di Milano ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti della maggioranza degli altri imputati.

Sempre in materia di abusi di mercato, con due sentenze pronunciate nel corso del 2008 la Corte di Cassazione ha respinto i ricorsi proposti avverso due decisioni emesse dalla Corte d'Appello di Milano nel 2007 che avevano confermato le sentenze di primo grado ove, ritenuta la responsabilità penale degli imputati, questi ultimi erano stati condannati al risarcimento dei danni.

Tra i procedimenti penali in cui la Consob si era costituita parte civile nel corso del 2007, all'esito dell'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche – oltre a 8 persone giuridiche responsabili ex L. n. 231/2001 – imputate, a vario titolo, di diversi reati tra cui l'aggrottaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza nella vicenda "Antonveneta", in data 23 maggio 2008 il Giudice per l'udienza preliminare del Tribunale di Milano ha pronunciato sentenza di patteggiamento nei confronti di alcuni imputati e ha emesso nei confronti degli altri decreto che dispone il giudizio. Il processo ha preso avvio all'udienza del 28 ottobre 2008.

4. Il contenzioso in sede civile

Nel corso del 2008 si sono avute 72 sentenze che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina" (contro le 52 del 2007).

Le decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato l'incompetenza per territorio del Tribunale di Roma in relazione alle domande proposte nei confronti degli intermediari convenuti. Le pretese risarcitorie sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza – nel merito – di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, in quanto non è stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Con otto decisioni sono state respinte anche le domande di risarcimento del danno per asserito omesso esercizio dei poteri di vigilanza sull'attività di un promotore finanziario.

Di contro con sentenza n. 9828 del 24 luglio 2008 il Tribunale di Milano ha condannato la Consob ed altri convenuti, in via solidale, al pagamento di una somma di 4,53 milioni di euro in favore di alcuni risparmiatori per i danni derivanti dall'asserita non completezza delle informazioni contenute nel prospetto informativo di offerta al pubblico e di ammissione a quotazione delle azioni Freedomland, pubblicato nell'anno 2000.

Con sentenza n. 8844 del 20 aprile 2008 il Tribunale di Roma ha disposto la condanna della Consob al pagamento a favore di taluni risparmiatori della somma complessiva di circa 13,81 milioni di euro, per i danni derivanti dall'asserito omesso o negligente controllo da parte dell'Istituto sull'operatività dell'Agente di cambio Guido De Asmundis e della Professione e Finanza Sim Spa nel periodo 1991-1996.

Ritenendo che vi siano fondati motivi di censura delle cennate decisioni di primo grado, è stato promosso appello avverso le medesime sentenze

V – LE AREE DI RISCHIO E LE LINEE STRATEGICHE PER IL 2009

1. I principali fattori di rischio per il conseguimento degli obiettivi istituzionali

La crisi finanziaria e il quadro economico fortemente recessivo determinano una serie di fattori di rischio che condizioneranno profondamente le strategie e l'impostazione delle attività di vigilanza e regolamentazione.

Il possibile aumento della probabilità di *default* per imprese non finanziarie e la difficoltà di raccogliere capitale di rischio per le banche potranno esercitare un forte stress sulle attività di vigilanza tese ad assicurare un'informativa societaria completa e tempestiva nonché la correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari. Il mutato contesto economico e finanziario potrebbe innescare reazioni da parte dei soggetti vigilati suscettibili di rendere più complesso il perseguimento dell'obiettivo istituzionale di garantire l'efficienza e la trasparenza del mercato dei capitali.

Sul fronte della vigilanza sugli intermediari e sulla prestazione dei servizi di investimento, si è già evidenziato che la crisi di liquidità e le tensioni sui mercati determinano difficoltà di rifinanziamento della raccolta bancaria e accentuano conflitti di interessi collegati all'emissione e al collocamento di strumenti obbligazionari, che hanno ormai assunto un peso molto significativo sulla raccolta complessiva. Più in generale, il rischio principale deriva dalla prestazione di servizi di investimento secondo modalità non conformi al quadro delle tutele e dei doveri disegnati dalla MiFID e dall'incapacità di rilevazione autonoma di comportamenti patologici dei promotori finanziari da parte degli stessi intermediari. È prevedibile quindi che aumentino la complessità e gli impegni collegati alla vigilanza sulla correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari, presupposto essenziale per garantire l'obiettivo ultimo della tutela degli investitori.

Si è già avuto modo di evidenziare, inoltre, come il principio della vigilanza del paese di origine per la prestazione dei servizi su base *cross-border* e per la raccolta di capitali con prospetti muniti del passaporto europeo (cosiddetti prospetti "passaportati") determina una ripartizione non equilibrata delle responsabilità di vigilanza fra i vari paesi europei.

Per ciò che riguarda l'area dei mercati, pesano ancora l'assenza di forme di consolidamento efficienti dell'informativa pre e post-negoziazione in un contesto in cui potrebbe essere significativo il rischio di un aumento della frammentazione degli scambi, per effetto della migrazione degli ordini su piattaforme estere e dell'allargamento dell'area degli scambi Otc. Da ciò deriva una maggiore complessità nell'esercizio della vigilanza sul mercato azionario tesa ad assicurare la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Le diversità nelle prassi di vigilanza e il consolidamento delle strutture di *trading* a livello internazionale creano opportunità di arbitraggi regolamentari e un rischio di delocalizzazione dell'attività di intermediazione finanziaria. Ciò può rendere più complessa la gestione della tensione fra gli obiettivi istituzionali di tutela degli investitori e quelli di salvaguardia della posizione competitiva del sistema finanziario italiano.

2. La strategia di vigilanza

2.1. La vigilanza sugli emittenti

Le condizioni di contesto che caratterizzano l'evoluzione del quadro di riferimento evidenziano che un elemento rilevante ai fini della tutela degli investitori, dal punto di vista sia della correttezza dell'informativa societaria sia della riduzione dei conflitti di interessi tra diversi *stakeholder* della società, è rappresentato dall'integrità dei processi decisionali nell'ambito delle imprese e dall'adeguatezza dei meccanismi di governo societario.

Il modello di vigilanza sugli emittenti – in un'ottica di prevenzione – sarà focalizzato sull'individuazione dei parametri di misurazione della "qualità" del governo societario al fine di selezionare quegli emittenti caratterizzati dalla presenza di conflitti di interessi non gestiti adeguatamente e da un (conseguente) rischio di diffusione al mercato di informazioni non corrette. L'inadeguatezza dei meccanismi di controllo dei conflitti di interessi fra diversi *stakeholder* (ad esempio, fra azionisti di maggioranza e di minoranza o fra manager e azionisti) non consente di arginare gli incentivi a distorcere l'informativa al mercato al fine sia di celare la presenza di tali interessi configgenti sia di estrarre rendite a danno degli altri *stakeholder*, richiedendo necessarie azioni di vigilanza impegnative e complesse da parte della Consob per garantire la completezza e la coerenza dell'informativa societaria.

In quest'ottica, saranno quindi rafforzate le componenti dei modelli di vigilanza sugli emittenti basate su analisi dei meccanismi di governo societario e dei sistemi di controllo interno. Saranno analizzate le debolezze dei sistemi di controllo di gestione e di controllo interno degli emittenti, al fine di focalizzare la vigilanza sui soggetti che presentano più elevate criticità; verranno definiti principi di comportamento degli organi di controllo interno che più concretamente ne indirizzino l'attività e rappresentino punti di riferimento per l'azione di vigilanza.

Sempre più le poste di bilancio sono rilevate non sulla base di dati oggettivi ma sono oggetto di valutazione (*test di impairment*) e quindi dipendenti dai sistemi di pianificazione e controllo, dalla professionalità del giudizio degli amministratori (elemento soggettivo) e, più in generale, dalle condizioni generali del sistema economico. Di tali circostanze, come già ricordato, si terrà conto nel definire il modello di vigilanza sugli emittenti al fine di renderlo sempre più flessibile, efficiente e aggiornato al mutare del contesto.

Nella definizione delle strategie di vigilanza sulla valutazione dei sistemi di controllo interno degli emittenti si terranno in considerazione le caratteristiche specifiche dei soggetti in funzione di parametri dimensionali e di rischio. Nel valutare l'efficienza e l'efficacia dei controlli interni non si farà quindi riferimento ad un unico standard giudicato *ex ante* come astrattamente idoneo a prevenire o rilevare eventuali condotte illecite. Tale approccio comporterebbe infatti che da qualsiasi scostamento dalla *best practice* possa derivare una sanzione per violazione del criterio di adeguatezza dei controlli interni, quali che siano la dimensione e l'attività della società considerata.

L'informativa contabile

Sempre in una logica di vigilanza preventiva, attraverso una comunicazione congiunta con Banca d'Italia e Isvap, è stata richiamata l'attenzione degli emittenti sulla puntuale ed esaustiva applicazione dei principi contabili internazionali, nonché sull'informativa richiesta dagli stessi principi con particolare riferimento alle aree di criticità sopra evidenziate.

Infatti, il quadro congiunturale fortemente recessivo e le turbolenze dei mercati finanziari incideranno profondamente sulle valutazioni che gli amministratori saranno chiamati a fare in sede di redazione dei bilanci 2008. In particolare le aree più critiche attengono: all'applicazione del principio di continuità aziendale; alla determinazione dei rischi di liquidità, di credito e di mercato; alle verifiche delle perdite per riduzione del valore delle attività (sulla base del cosiddetto *impairment test*). Il mutato contesto economico-finanziario può, infatti, incrementare le incertezze che possono comportare l'insorgere di dubbi sulla capacità dell'impresa di continuare a operare come una entità in funzionamento; assumono inoltre maggiore rilievo le eventuali difficoltà nell'accesso al credito e le informazioni relative ai rischi assunti dalle società, con particolare riferimento al rischio di liquidità, e alle modalità con cui gli stessi vengono gestiti; infine, la forte volatilità delle principali grandezze finanziarie e l'incertezza sulle prospettive economiche rendono molto più delicate le procedure di valutazione degli attivi ed in particolare la verifica dell'esistenza di perdite durevoli di valore.

Per quanto concerne la continuità aziendale, si è ritenuto opportuno sottolineare che nei bilanci siano descritte in maniera adeguata la natura specifica delle incertezze significative riscontrate e siano adeguatamente esplicitate le argomentazioni a sostegno della decisione di redigere comunque il bilancio sul presupposto della continuità aziendale (Ias 1). Per ciò che concerne i rischi di difficoltà di accesso al mercato dei capitali e del credito bancario e i rischi di liquidità, si è richiamata l'attenzione sul puntuale rispetto di quanto richiesto dai principi contabili internazionali in materia di informativa sui rischi finanziari (Ifrs 7). Si è richiamata, infine, la necessità di porre particolare attenzione all'utilizzo di dati previsionali e alla verifica della persistenza della validità delle

assunzioni alla base dei piani industriali predisposti negli esercizi precedenti, alla luce del radicale cambiamento delle condizioni di mercato e delle prospettive macroeconomiche.

Per ciò che riguarda i controlli sui bilanci 2008, l'attività di vigilanza sarà dunque focalizzata sulle specifiche voci particolarmente sensibili alla situazione di crisi, anche in relazione all'applicazione dei nuovi criteri di valutazione degli strumenti finanziari (in base alle recenti modifiche allo Ias 39). Verranno realizzate analisi mirate sulle aree di bilancio che potrebbero presentare, in ragione delle considerazioni appena esposte, particolari rischi di inadeguata valutazione e *disclosure* ai fini della rappresentazione della effettiva situazione economico-patrimoniale e finanziaria degli emittenti.

L'informativa sulle società in crisi

Un'altra questione che in prospettiva assumerà particolare delicatezza, alla luce della crisi dei mercati e del quadro economico recessivo, riguarda la gestione dell'informativa societaria nei casi di imprese in situazioni di tensione o crisi finanziaria.

Negli ultimi anni la Consob ha maturato la prassi di richiedere a tali soggetti notizie dettagliate circa aspetti attinenti alla continuità aziendale che consentano al mercato di avere elementi di valutazione con una frequenza più elevata rispetto a quella prevista per il rilascio delle informazioni di natura contabile.

L'esercizio dei poteri di cui all'art. 114, comma 5, del Tuf, nei confronti di emittenti soggetti a tensioni finanziarie trova fondamento, in linea generale, nell'esigenza di garantire agli investitori un quadro informativo completo e corretto.

In tali casi, tuttavia, la Consob si trova a gestire la contrapposizione – che in prospettiva la situazione di crisi dei mercati potrebbe accentuare – fra le esigenze di una tempestiva e completa trasparenza informativa (che garantisca a tutti i potenziali nuovi azionisti la possibilità di investire ad un prezzo che rifletta il più possibile le informazioni in possesso della società) e le esigenze di opacità della società stessa e di coloro che ne sono azionisti (nella misura in cui, ad esempio, la richiesta di pubblicazione di dati o notizie sensibili può avere conseguenze negative sulla fattibilità di operazioni o di piani di ristrutturazione in fase di progetto).

La gestione di questo conflitto si manifesta più compiutamente nei casi in cui a fronte della potenziale opportunità di richiedere la pubblicazione di dati e notizie le società oppongono reclami basati sul fatto che la pubblicazione potrebbe recare loro un grave danno (ex art. 114, comma 6, Tuf).

Inoltre, non è sempre scontato che la semplice esistenza di informazioni che possono essere utili per i potenziali investitori, sebbene non ancora qualificabili come “privilegiate” ai fini degli obblighi di informativa continua, renda necessaria l'attivazione dei poteri previsti dell'art. 114, comma 5, Tuf. La presenza di tali informazioni, che a volte rilevano

solo in quanto valutate unitamente ad altri dati in possesso dell'emittente, è infatti in parte fisiologica e la riservatezza su tali informazioni, ovviamente finché queste non assumano la natura di informazione privilegiata, può essere una condizione necessaria perché esse producano gli effetti reali attesi.

La gestione dell'informativa relativa alle società in situazioni di crisi o tensioni finanziarie comporta dunque un'attenta valutazione dei rischi che una *disclosure* prematura, vanificando la realizzazione delle operazioni sottese, abbia come effetto concreto il peggioramento del quadro informativo complessivo.

2.2. La vigilanza sugli assetti proprietari e sulle offerte pubbliche di acquisto

Fin dai tempi dei lavori preparatori del Tuf si è ritenuto che la contendibilità del controllo societario e l'efficienza del relativo mercato rappresentassero uno strumento efficace di tutela degli interessi degli investitori. Nonostante il permanere di uno scarsissimo numero di società contendibili, la Consob mantiene un orientamento di *policy* favorevole alla dinamica del controllo societario nell'esercizio della vigilanza e, in genere, nella propria attività istituzionale, anche alla luce della recente evoluzione del quadro normativo in materia di offerte pubbliche d'acquisto.

In particolare, con la legge 28 gennaio 2009, n. 2³¹ è stata resa opzionale l'adozione della cosiddetta *passivity rule*, che limita le possibilità di difesa delle società oggetto di un'offerta pubblica di acquisto.

Tale modifica ha spostato l'equilibrio a favore della stabilità degli assetti di controllo esistenti e nella stessa direzione si orientano alcune ipotesi di modifica della disciplina sulle società quotate attualmente all'esame del Parlamento, motivate dall'esigenza di *“sostenere le imprese interessate dall'attuale congiuntura economico-finanziaria rafforzando gli strumenti di difesa da manovre speculative”*³².

³¹ Legge di Conversione del decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185, recante misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale.

³² Nel corso dell'esame da parte della Commissioni riunite VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo) della Camera del decreto legge n. 5/09 *“Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi. C. 2187 Governo”* sono stati approvati alcuni emendamenti che prevedono: a) la previsione per via legislativa del limite del 5 per cento per gli acquisti che coloro che già detengono una percentuale compresa tra il 30 e il 50 per cento del capitale di una società quotata possono effettuare nell'arco di 12 mesi senza essere costretti ad effettuare un'offerta pubblica d'acquisto sulla totalità delle azioni (attualmente il limite è stabilito al 3 per cento dal Regolamento Consob n. 11971); b) la facoltà per la Consob di prevedere per un limitato periodo di tempo, soglie inferiori al 2 per cento per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti per società ad elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso, attraverso un provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali; c) l'innalzamento del limite di detenzione di azioni proprie, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, a un quinto del capitale sociale, rispetto a un decimo attualmente previsto dall'art. 2357 del Codice Civile e un'estensione dei termini per l'alienazione delle eventuali eccedenze rispetto a tale limite a tre anni, rispetto a un anno attualmente previsto.

In tale quadro, si ritiene opportuno che l'azione di vigilanza sui fenomeni che possono influire sull'allocazione del controllo salvaguardi e valorizzi l'obiettivo dell'efficienza del mercato del controllo societario, così da non scoraggiare, pur nel mutato contesto normativo, la realizzazione di acquisizioni che possono produrre un aumento del valore delle imprese.

L'attività regolamentare e di vigilanza sugli assetti proprietari delle società quotate dovrà pertanto valutare, oltre all'obiettivo di informare pienamente gli investitori, anche gli effetti sull'efficienza del mercato del controllo societario. Si verifica infatti, anche in questo caso, una contrapposizione fra le esigenze di opacità dei potenziali scalatori - in quanto l'emergere delle intenzioni di scalata produce generalmente un aumento dei prezzi della società che rende più onerosa l'operazione - e le esigenze di una piena informativa a tutela degli azionisti della società *target* e degli altri potenziali investitori.

La gestione di questa contrapposizione è particolarmente delicata nei casi in cui si rende necessario valutare l'acquisizione di informazioni su partecipazioni di entità diversa da quella indicata dalle soglie rilevanti (art. 120 del Tuf e norme di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti) in virtù, ad esempio, di condizioni particolari o di forti tensioni sui mercati. In questi casi i profili di criticità e la delicatezza nell'esercizio delle funzioni di vigilanza riguardano sia l'esercizio della discrezionalità nell'individuazione dei casi in cui risulta effettivamente necessario attivare le menzionate richieste di informazioni, sia l'esercizio dell'ulteriore discrezionalità nel selezionare quei casi in cui le informazioni richieste debbano poi essere diffuse al mercato.

La necessità di rendere il mercato del controllo societario quanto più efficiente possibile rileva anche in sede di vigilanza sulle offerte pubbliche d'acquisto. Con particolare riguardo al controllo sui documenti d'offerta, gli oneri informativi saranno calibrati secondo le esigenze di trasparenza del caso specifico. Qualora non vi siano indicazioni circa eventuali legami dell'offerente con i controllanti o con altre parti correlate o, in altri termini, qualora si tratti di un'Opa ostile, le informazioni richieste con riguardo all'offerente, e in particolare alle sue intenzioni, potrebbero essere meno dettagliate di quelle che, al contrario, è doveroso esigere, ad esempio, dall'offerente che già controlli la società oggetto di offerta. Infatti, in assenza di legami con i controllanti o con gli amministratori dell'emittente, l'emersione di informazioni rilevanti è favorita da meccanismi spontanei di mercato: è nell'interesse dei controllanti mettere in luce ogni eventuale controindicazione dell'offerta o dell'offerente. L'opacità del quadro informativo, inoltre, può essere il fondamento in base al quale gli amministratori della società *target* approveranno tattiche difensive: *ex ante*, dunque, vi è un sufficiente incentivo a fornire informazioni da parte dell'offerente. Ciò, naturalmente, anche nel presupposto che le analisi e i progetti dell'offerente siano basati su informazioni pubbliche, come è di regola nel caso di operazioni non concordate.

2.3. La vigilanza sugli intermediari

La prestazione di servizi di investimento

Uno degli obiettivi prioritari è rappresentato dalla complessa azione di accompagnamento dell'industria nel processo di adeguamento al nuovo quadro normativo di recepimento della MiFID.

La nuova cornice di riferimento può costituire un'opportunità per gli intermediari per rinsaldare, in una fase congiunturale delicata, il rapporto con la clientela attraverso la definizione di modelli di servizio più aderenti alle sue esigenze. È necessario che gli operatori disegnino strategie aziendali e adottino comportamenti in sintonia con lo spirito delle nuove regole, abbandonando impostazioni formalistiche di mera adesione alle norme; è necessaria in sostanza una revisione del modello relazionale intermediario-cliente, passando da una impostazione incentrata sulla commercializzazione di specifici prodotti a una logica incentrata sul "servizio" complessivo reso al cliente.

Chiari indici normativi in tal senso si colgono in particolare nelle regole in materia di incentivi (*inducements*), che l'intermediario distributore può percepire solo in via eccezionale se provenienti da soggetti diversi dal cliente; in coerenza con questa prospettiva, è pure la contrattualizzazione dei rapporti con la clientela prevista anche per il servizio di collocamento (che nel previgente regime normativo era l'unico servizio di investimento per il quale non era richiesta la conclusione di un contratto scritto): la formalizzazione delle scelte del cliente non si risolve nelle modalità di adesione al prodotto collocato ma, prima dell'acquisto del prodotto, nella definizione del contratto di servizio che lo lega al collocatore.

Parimenti, gli ampi confini della nozione del servizio di consulenza consentono di prevedere che l'assistenza prestata al cliente dall'intermediario costituisca un effettivo valore aggiunto nella valutazione di adeguatezza degli investimenti e nell'indirizzo delle risorse ai migliori obiettivi. L'industria nazionale, riconoscendo la chiave di lettura fornita, si è mossa nella direzione indicata.

La consapevole adesione degli intermediari al modello di "servizio al cliente", presupposto e disegnato dalla disciplina di recepimento della MiFID, costituisce un potente strumento in grado di contenere – se correttamente tradotto nei processi aziendali – gli effetti di situazioni di crisi che possono intaccare il rapporto fiduciario con la clientela e i risparmiatori. Il nuovo modello di servizio è dunque un strumento competitivo che può garantire l'instaurazione di sane e proficue relazioni di lungo periodo con la clientela.

È tuttavia necessario che le intenzioni e la condivisione manifestata dall'industria rispetto a tale impostazione siano tradotte in efficaci processi organizzativi che possano coerentemente indirizzare le condotte degli operatori nei confronti del mercato. Saranno dunque effettuate verifiche ispettive tese ad accertare la coerenza di fondo degli impianti procedurali con le nuove logiche dettate dalla innovata disciplina di riferimento.

La congiuntura dei mercati rende altresì necessario l'attento monitoraggio delle modalità di *funding* degli intermediari bancari presso la clientela *retail* a mezzo dell'emissione di strumenti finanziari. È stato rilevato che sovente la raccolta presso investitori al dettaglio consente agli operatori una raccolta a costi moderati.

Occorre individuare il giusto punto di equilibrio fra le esigenze di raccolta delle banche e la necessità che la clientela *retail* sia indirizzata verso ottimali scelte di investimento. La Consob, con la citata comunicazione di livello 3 sui prodotti illiquidi (si veda il par. 2 del precedente Capitolo III "L'attività regolamentare"), ha in proposito fornito declinazioni di dettaglio delle norme primarie e secondarie che disciplinano la materia e nel corso del 2009 le verifiche in loco accerteranno che gli operatori conformino le procedure aziendali alle indicazioni emanate.

Un ulteriore rischio è connesso alla scarsa capacità di rilevazione autonoma da parte degli intermediari di comportamenti patologici dei promotori finanziari, che può indurre ad una frammentazione dell'attività di vigilanza, necessariamente concentrata sull'analisi dei microfenomeni, la cui individuazione risulta quasi esclusivamente rimessa all'impulso proveniente da segnalazioni esterne di irregolarità già concretizzatesi (in prevalenza da parte di clienti degli intermediari). Al fine di rendere più efficace ed efficiente l'attività di controllo sui promotori finanziari sarà sviluppato un modello di vigilanza *risk-based* in grado di individuare fenomeni maggiormente rilevanti/rischiosi, monitorando il profilo di rischio degli intermediari più attivi nell'offerta fuori sede e la struttura organizzativa della rete dei promotori finanziari, al fine di elaborare "indici di anomalia" finalizzati ad orientare la vigilanza sui singoli promotori finanziari.

Un'altra iniziativa di particolare rilievo, alla luce delle esperienze maturate in occasione della crisi finanziaria, riguarda la realizzazione di un censimento preciso dei prodotti obbligazionari collocati in Italia, con particolare riferimento ai prodotti cosiddetti "passaportati" – rispetto ai quali la normativa comunitaria non assegna alla Consob poteri di intervento preventivi sui profili di trasparenza all'atto della sollecitazione in Italia – in maniera tale da rafforzare l'azione di vigilanza *ex post* sui collocatori e sui profili di correttezza e trasparenza nella fase distributiva.

Nella prospettiva di un pieno coordinamento dell'azione di vigilanza sugli intermediari, vieppiù necessario alla luce della congiuntura di mercato, sono stati avviati i lavori dei Comitati di contatto fra Banca d'Italia e Consob previsti dal Protocollo d'intesa stipulato dalle due Autorità in data 31 ottobre 2007, ai sensi dell'art. 5, comma 5-*bis*, del Tuf "al fine di coordinare l'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza e di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati".

In tale quadro, Banca d'Italia e Consob, in data 7 novembre 2008, hanno siglato un accordo per il coordinamento delle procedure per l'emanazione dei provvedimenti autorizzativi per i quali il Testo Unico della Finanza prevede il rilascio di pareri.