

OSSERVAZIONI SULLA RELAZIONE ANNUALE DELLA CONSOB PER  
L'ATTIVITA' SVOLTA NEL CORSO DELL'ANNO 2009

Ai sensi dell'art. 1, comma 13, del d.l. 8 aprile 1974 n. 95, convertito, con modificazioni, nella legge 7 giugno 1974, n. 216, la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) ha trasmesso al Ministro dell'economia e delle finanze la relazione annuale sull'attività svolta nel corso dell'anno 2009, per il successivo inoltro al Parlamento.

Il documento illustra l'attività svolta dalla Commissione durante l'anno di riferimento e le linee di indirizzo e di programma che l'Istituto intende seguire, indicando al tempo stesso le questioni aperte nelle materie di competenza istituzionale.

La relazione si inserisce anche quest'anno in un contesto istituzionale ed economico caratterizzato dalla crisi e dalle turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari. L'analisi di tale situazione ha quindi rappresentato una premessa indispensabile per le priorità da conferire alle attività di vigilanza di competenza dell'Istituto. La crisi ha infatti messo in luce, da un lato, le criticità derivanti da una incompiuta armonizzazione del quadro normativo e, dall'altro, la necessità di una riforma degli assetti istituzionali della supervisione finanziaria.

Tenendo pertanto conto delle specificità di tale contesto, la relazione evidenzia le proposte legislative della Commissione Europea del dicembre 2009 finalizzate alla realizzazione di una nuova architettura istituzionale per favorire l'elaborazione di regole armonizzate, nonché uniformi prassi di vigilanza e di applicazione delle norme.

La relazione si articola in tre parti principali: nella prima si esamina il contesto economico ed istituzionale all'interno del quale si è sviluppata l'attività della Consob nel corso dell'anno 2009 e si prefigurano le linee strategiche lungo le quali si muoverà

l'attività futura; nella seconda si riflette approfonditamente (fornendo dati puntuali e tabelle illustrative) sulla evoluzione del quadro di riferimento relativamente alle società, ai mercati, agli intermediari e alle famiglie; la terza parte offre un quadro preciso e dettagliato sull'attività complessiva in concreto svolta dalla Consob nel corso dell'anno di riferimento. Chiude la relazione un'appendice contenente le note metodologiche per la lettura del documento.

La relazione offre preziosi spunti per formulare osservazioni in merito al contesto istituzionale ed economico, all'attività di vigilanza e a quella regolamentare, all'attività di *enforcement* e ai rapporti con l'Autorità giudiziaria, alle linee di indirizzo per il 2010.

\*\*\*

1) Contesto istituzionale ed economico

L'impatto della crisi originatasi nel mercato statunitense per poi diffondersi sui mercati finanziari di tutto il mondo, compresi quelli europei ha conosciuto il periodo di massima intensità, come è noto, fra la fine del 2008 e l'inizio del 2009. Le turbolenze che hanno caratterizzato la dinamica dei mercati hanno chiamato le Autorità di vigilanza ad un impegno eccezionale per ristabilire la fiducia, garantire l'ordinato svolgimento degli scambi e la piena trasparenza dell'informativa societaria. Le misure di supporto e sostegno al sistema finanziario sono state numerose e ingenti, comprendendo interventi pubblici di salvataggio e nazionalizzazione di alcuni istituti in maggiore difficoltà, estensione dei regimi di garanzia dei depositi, garanzie pubbliche sull'emissione di passività bancarie, facilitazioni nell'accesso alle operazioni di rifinanziamento con le banche centrali ed elevata offerta di liquidità.

Per quanto concerne l'architettura istituzionale dell'attività di vigilanza, spicca la riforma proposta dalla Commissione Europea che si sviluppa su due pilastri: il primo

consiste nell'istituzione di un Comitato Europeo per il rischio sistemico (*ESRB*), con funzioni di vigilanza macroprudenziale; il secondo nell'istituzione di un Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria (*ESFS*). Quest'ultimo, a sua volta, comprende tre nuove Autorità europee (*European Supervisory Authorities – ESAs*), un Comitato di coordinamento congiunto (*Joint Committee*) delle suddette e le Autorità nazionali di vigilanza.

Le tre nuove Autorità europee di vigilanza microprudenziale sono competenti rispettivamente per il settore bancario (*EBA*), per quello assicurativo e dei fondi pensione (*EIOPA*), per la trasparenza e l'integrità dei prodotti e dei mercati finanziari (*ESMA*)

L'intervento riformatore è completato da una direttiva (c.d. "direttiva omnibus I") di modifica delle direttive dei settori bancario, assicurativo e dei mercati finanziari, al fine di assegnare alle tre *ESAs* il potere di emanare "standard tecnici vincolanti" (*binding technical standards, o BTS*), che porteranno ad un "single rulebook" al fine di eliminare, per le aree di più elevato contenuto tecnico, la possibilità di arbitraggi regolamentari da parte degli Stati membri. Inoltre, le *ESAs* avranno il potere di adottare decisioni vincolanti (*binding mediation*) per le autorità di vigilanza nazionali, qualora queste ultime debbano cooperare tra loro ovvero coordinarsi o assumere decisioni congiunte e non riescano a trovare un accordo.

Nella relazione viene segnalato come, sul piano istituzionale, un aspetto che rischia di indebolire l'attività di controllo in materia di trasparenza e correttezza, nel nuovo disegno di riforma, riguarda il fatto che gli interessi generali considerati meritevoli di tutela continuano a porsi su livelli differenziati. Infatti, mentre l'obiettivo di stabilità trova una esplicita codifica nel Trattato, al contrario la protezione degli investitori non trova analogo riconoscimento, contenendo lo stesso Trattato soltanto un

generico riferimento agli “interessi economici” dei consumatori. Gli obiettivi di protezione degli investitori, di integrità ed efficienza dei mercati dovrebbero trovare, invece, un’adeguata codificazione nella disciplina comunitaria “primaria”, allo scopo di rafforzare la legittimazione politica e istituzionale della nuova Autorità europea preposta ai controlli di trasparenza e di correttezza dei comportamenti con riferimento ai mercati mobiliari – ossia la *European Securities and Markets Authority (ESMA)*.

La Commissione sottolinea come tali obiettivi potrebbero essere raggiunti attraverso la codifica nel Trattato di un modello di vigilanza per finalità che attribuisce competenze di regolamentazione e vigilanza a due sole Autorità, equiparate nello *status* istituzionale e responsabili, rispettivamente, per la stabilità e per la correttezza e trasparenza dei comportamenti. Sebbene il dibattito sui modelli di vigilanza sia ancora aperto e siano prevalse considerazioni pragmatiche in ordine alla maggiore fattibilità di un progetto basato su tre Autorità europee la Commissione Europea riconosce che in futuro si dovrà adottare un approccio diverso. Il Rapporto de Larosière aveva, infatti, indicato il modello per finalità, di cui la Consob continua a essere promotrice e sostenitrice, come il punto di arrivo del percorso evolutivo degli assetti istituzionali della vigilanza.

Il processo di riforma istituzionale in corso va apprezzato e sostenuto con impegno in quanto risponde ad una forte esigenza di superamento della frammentazione del sistema di vigilanza tra autorità nazionali a favore di iniziative normative finalizzate a realizzare meccanismi centralizzati di condivisione e analisi delle informazioni macroprudenziali e a incentivare forme istituzionali di stretto coordinamento nell’azione di vigilanza, attraverso la creazione di un sistema europeo di supervisor nazionali.

La Commissione sottolinea opportunamente nella relazione che è indispensabile contribuire in maniera attiva e incisiva al processo normativo e regolamentare europeo,

anche mediante il potenziamento della presenza nella nuova Autorità europea di settore (ossia l'*ESMA*) con personale di adeguato livello professionale, in grado di aggregare il consenso e di orientare i negoziati su posizioni che riflettono i rischi e le specificità del sistema finanziario domestico.

In merito a tale ultimo aspetto, in vista della prossima trasformazione del *CESR* in *ESMA*, sarebbe necessario pensare ad iniziative che consentano al personale della Consob, attraverso opportune formule organizzative, di poter svolgere la propria attività professionale presso la predetta Autorità europea di settore. Ciò consentirebbe un duplice vantaggio sia per *ESMA* sia per la Consob sotto il profilo di quantità e qualità nello svolgimento dell'attività di entrambe.

La crisi, inoltre, ha contribuito a determinare un profondo cambiamento di vedute e di approcci da parte delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari e degli Organismi internazionali relativamente ad alcune importanti questioni di *policy*, alla definizione e allo studio di nuovi standard regolamentari e alla necessità di implementare il coordinamento delle iniziative di vigilanza tese a fronteggiare gli sviluppi della crisi.

Per questa ragione, nel 2009, vi è stata una fortissima crescita degli impegni internazionali della Consob, necessari per assicurare il contributo ai diversi gruppi deputati alla definizione e allo studio di nuovi standard regolamentari.

\*\*\*

## 2) Attività di vigilanza

Altrettanto impegnativa è stata l'attività di supervisione in ambito nazionale, così come l'attività connessa all'emanazione della normativa secondaria, necessaria per

completare il processo di pieno adeguamento del quadro normativo domestico alle direttive comunitarie.

In corrispondenza delle fasi più intense della crisi, la Consob ha tempestivamente posto in essere una serie di interventi di vigilanza di diversa natura in materia di integrità dei mercati, informativa societaria, correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari al fine di assicurare la massima protezione degli investitori.

Con riferimento alla vigilanza sull'informativa finanziaria e, tenuto conto dei rilevanti effetti che la crisi ha avuto sull'economia reale e sulle società quotate, la Consob ha rivisitato i criteri per l'individuazione degli emittenti che presentano situazioni di tensione finanziaria o problemi di continuità aziendale da assoggettare ad obblighi di informativa periodica più stringenti rispetto a quelli definiti, in via generale, dalle norme del Testo Unico della finanza e dalle disposizioni attuative del regolamento Emittenti, al fine di rendere gli stessi criteri più chiari e trasparenti per il mercato.

Sul delicato tema della *disclosure* per società che versano in condizioni di difficoltà, si deve osservare che l'interesse ad una tempestiva e completa trasparenza informativa deve tenere in considerazione, nella sua concreta realizzazione, anche il rischio che in talune situazioni critiche un eccesso di informazioni pubbliche ovvero una gestione inappropriata delle medesime può rivelarsi un fattore di ingiustificata destabilizzazione, determinante una situazione di crisi irreversibile che altrimenti non si verificherebbe.

La Consob è inoltre intervenuta con raccomandazioni di carattere generale per richiamare l'attenzione delle società quotate ad una corretta applicazione dei principi contabili internazionali rispetto alle voci di bilancio e ai modelli di valutazione delle

poste contabili più sensibili agli effetti della crisi e al peggioramento del quadro congiunturale.

La vigilanza sull'andamento dei mercati è stata intensa ed assidua ed ha condotto, in concomitanza con il riaccendersi di forti turbolenze nell'andamento dei corsi azionari nel primo trimestre 2009, alla proroga dei provvedimenti restrittivi in materia di vendite allo scoperto. Successivamente al 31 luglio 2009, la Commissione ha provveduto a rimuovere tale divieto facendo comunque salve talune limitazioni previste per le società oggetto di aumento di capitale.

L'attività di vigilanza è stata intensa anche nel settore delle gestioni e dell'intermediazione finanziaria anche se essa in Italia, diversamente da altri paesi europei, non appare avere risentito di crisi di liquidità.

Relativamente all'attività di vigilanza sulla prestazione dei servizi di investimento, nel 2009 l'azione della Consob è proseguita secondo i piani già definiti negli anni precedenti al fine di verificare la corretta attuazione della normativa introdotta a seguito del recepimento in Italia della Direttiva MiFID. A completamento dell'attività di vigilanza è stata pianificata la conduzione di indagini ispettive mirate, dirette ad accertare lo stato del processo di aggiornamento dei sistemi operativi aziendali. Le criticità più significative sono emerse con riguardo ai criteri di classificazione dei prodotti, alle metodologie di profilatura della clientela e ai modelli di valutazione dell'adeguatezza. All'esito degli accertamenti ispettivi la Commissione ha ordinato alle banche interessate la rimozione delle criticità specificamente individuate.

Con particolare riferimento all'abolizione della regola della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, introdotta dalla Direttiva MiFID, unitamente agli sviluppi tecnologici e ai cambiamenti strutturali in corso nei mercati dei capitali, la Commissione sottolinea nella relazione che il consolidamento delle informazioni *pre* e

*post*-negoziazione e la trasparenza delle negoziazioni assumono particolare rilievo per la tutela dell'investitore e per la garanzia di ordinato svolgimento delle negoziazioni, a fronte del rischio che la crescente tendenza alla frammentazione degli scambi determini un peggioramento della qualità dell'informazione disponibile al pubblico.

Tra le criticità evidenziate nella relazione, si fa riferimento al tema relativo all'applicazione dei requisiti di trasparenza *pre* e *post-trade* agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati. Ciò in quanto la mancata armonizzazione in questa area compromette l'attività di vigilanza sulla regolarità degli scambi sui mercati secondari di obbligazioni e altri strumenti finanziari *non equity* e crea spazi per arbitraggi regolamentari fra diversi ordinamenti. L'Italia ha introdotto gli obblighi in discorso partecipando attivamente alle iniziative del *CESR* ed inviando anche una lettera alla Commissione Europea recante, tra le altre, indicazioni sulla necessità di una maggiore trasparenza *post-trade* per gli strumenti *non equity* e sollecitando un intervento in tal senso attraverso una modifica alla MiFID.

I lavori di revisione della Direttiva MiFID, che dovrebbero avviarsi entro luglio 2010 con la pubblicazione di un documento di *advice* del *CESR*, costituiranno l'occasione per promuovere una maggiore armonizzazione nell'interpretazione e applicazione della disciplina comunitaria, al fine di ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e le possibili ripercussioni negative sulla piazza finanziaria italiana nonché di contrastare la tendenza alla diminuzione del livello di trasparenza delle negoziazioni.

In tale ottica la Consob, nella continuità della sua attiva contribuzione ai lavori del *CESR*, intende avviare un confronto con il mercato per valutare le criticità per l'attività di intermediazione mobiliare e per il funzionamento dei mercati derivanti dalle citate problematiche.



\*\*\*

### 3) Attività regolamentare

La relazione dà altresì conto del completamento delle iniziative di revisione della normativa primaria e secondaria in materia di mercati finanziari, collegato alla trasposizione nell'ordinamento nazionale delle direttive del Piano d'azione per i servizi finanziari della Commissione Europea (direttiva sul Prospetto, direttiva *Transparency* e Direttiva OPA).

L'attività riguardante il recepimento delle direttive sulla revisione contabile e sui diritti degli azionisti, il perfezionamento della disciplina relativa alle materie delle offerte pubbliche di acquisto e dei consulenti persone fisiche, è stata caratterizzata da un'intensa collaborazione con questo Ministero.

In data 12 marzo 2010 la Consob ha concluso l'iter di approvazione (avviato nell'aprile del 2008) della nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate effettuate, direttamente o tramite società controllate, da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

La nuova disciplina riunisce in un unico disegno gli obblighi di informazione continua e periodica e i principi in materia di procedure che le società quotate e diffuse devono adottare al fine di assicurare condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione con parti correlate.

Come lo scorso anno occorre, tuttavia, rilevare che i tempi necessari all'adozione di taluni provvedimenti regolamentari appaiono molto lunghi.

Infatti solo nel marzo di quest'anno è stata deliberata la disciplina regolamentare di attuazione dell'articolo 2391-bis del codice civile in materia di operazioni correlate (introdotto nel dicembre 2004). Peraltro il regime di trasparenza delle operazioni con

parti correlate entrerà in vigore soltanto dal 1° ottobre 2010, mentre le regole relative alle procedure decisionali interne avranno efficacia dal 1° gennaio 2011.

Non risultano inoltre ancora definite le norme di attuazione previste dal decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229, con il quale è stata recepita nell'ordinamento nazionale la direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto (OPA): sebbene, in questo caso, le nuove disposizioni intervenute nel corso del 2009 abbiano reso necessari nuovi approfondimenti da parte dell'Autorità di vigilanza si devono sottolineare le difficoltà operative, segnalate a questo Ministero da diversi *stakeholders*, derivanti dall'assenza di un quadro regolamentare univoco.

L'occasione per una verifica in ordine ai tempi e alle procedure dell'attività normativa potrebbe essere l'emanazione di un regolamento sui principi che governano i procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali, come previsto dall'art. 23, comma 4, della Legge sul Risparmio, in ossequio alla disciplina della *better regulation*. Al contempo, andrebbe tenuta in conto l'esigenza che tali principi non si traducano in regole rigide che comportino un ulteriore aggravio dei tempi dell'attività regolamentare.

Si auspica che il provvedimento regolamentare anzidetto, sottoposto ad una seconda consultazione nei primi mesi del 2010, possa essere presto approvato.

La Consob è chiamata ad emanare entro il mese di settembre anche la disciplina di attuazione del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 con il quale è stata recepita la direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti delle società quotate: la tempestiva approvazione delle relative norme regolamentari appare essenziale per il corretto svolgimento della prossima stagione assembleare.

La Consob, insieme alla Banca d'Italia, ha fornito il proprio contributo all'elaborazione dello schema di regolamento concernente i contratti relativi agli strumenti finanziari derivati sottoscritti da regioni ed enti locali, ai sensi dell'articolo

62, comma 3, del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, così come modificato e integrato dall'articolo 3, comma 1, della legge 22 dicembre 2008, n. 203. In particolare la scelta dell'approccio metodologico individuato in quello schema di regolamento è stata effettuata tenendo conto delle proposte formulate dalla Banca d'Italia e dalla Consob. A seguito della consultazione pubblica sul predetto schema di regolamento, che ha evidenziato talune non trascurabili perplessità sulla effettiva capacità della metodologia proposta di fornire agli enti interessati uno strumento di valutazione della convenienza dell'operazione e dei rischi in essa insiti, il Ministero sta svolgendo ulteriori approfondimenti al fine dell'elaborazione di un nuovo schema di regolamento. In materia di controlli, il predetto schema di regolamento, in coerenza con la normativa primaria e nel rispetto dell'autonomia degli enti interessati, conferma l'esercizio da parte del Ministero di un controllo solo sulla presenza degli elementi informativi richiesti e non un controllo sulla convenienza dell'operazione. Si prevede comunque che il contratto sia trasmesso alla Banca d'Italia e alla Consob per le finalità proprie di ciascuna Autorità di vigilanza: in particolare per quanto riguarda la Consob, il riferimento è all'esercizio della vigilanza sul rispetto da parte degli intermediari controparti degli enti nelle operazioni in derivati del rispetto degli obblighi di trasparenza e correttezza. Si sottolinea, a tale riguardo, che è in corso di ultimazione l'iter per l'approvazione del regolamento da emanarsi ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*sexies*, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) che definisce i clienti professionali pubblici e i criteri di identificazione dei soggetti pubblici i quali, a richiesta, possono essere trattati come clienti professionali.

I riflessi della crisi finanziaria sull'economia reale hanno avuto effetti rilevanti sulle società quotate italiane, determinando tensioni e problemi di continuità aziendale che hanno reso necessario un articolato complesso di interventi, anche di carattere

generale, sui contenuti dell'informativa contabile e finanziaria resa dagli emittenti. La Consob ha rivisitato – come si è in precedenza accennato - i criteri per l'individuazione degli emittenti che presentano situazioni di tensione finanziaria o problemi di continuità aziendale da assoggettare a obblighi di informativa periodica più stringenti rispetto a quelli generali. Ciò al fine di rendere più chiari e trasparenti per il mercato i criteri per l'individuazione degli emittenti da assoggettare a tali obblighi, più omogenee e standardizzate le richieste di informativa al pubblico e di precisare meglio le modalità di graduazione degli obblighi stessi. A tale riguardo sono state apportate significative modifiche al Regolamento Emittenti, finalizzate a introdurre 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. È stata inoltre modificata la disciplina degli obblighi di informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e degli obblighi di informazione continuativa in materia di assetti proprietari.

\*\*\*

#### 4) Attività di *enforcement* e rapporti con Autorità Giudiziaria

Nel corso del 2009, l'attività di *enforcement* della Consob si è avvalsa intensamente dello strumento di vigilanza ispettiva. Merita sicuro apprezzamento l'incremento che si è registrato rispetto agli anni precedenti del ricorso agli accertamenti ispettivi in termini sia quantitativi sia qualitativi. In particolare sono state concluse 29 ispezioni che hanno interessato trasversalmente tutte le aree di interesse istituzionale coinvolgendo non solo intermediari finanziari ma anche emittenti quotati, società di revisione e una società di gestione di un mercato regolamentato.