

da parte della banca chiamata a darvi attuazione nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento alla clientela.

Tali circostanze, riconducibili a scelte strategiche e a modelli di *business* degli intermediari, segnalano potenziali anomalie, costituendo i presupposti di procedure e soluzioni organizzative foriere di situazioni strutturalmente idonee ad alimentare conflitti di interesse e, di conseguenza, il rischio di condotte difformi dalla disciplina vigente.

Anche i sistemi di incentivazione adottati (definiti a livello centrale) favoriscono i conflitti di interesse, soprattutto se riferiti a "prodotti della casa" o a uno specifico prodotto, in quanto possono indurre a consigliare investimenti che incrementano la componente variabile della remunerazione del personale addetto ai rapporti con la clientela, a prescindere dalle reali esigenze dei clienti. Tali effetti distorsivi permangono anche nei casi, poco diffusi, in cui gli intermediari applicano misure correttive legando la remunerazione al grado di soddisfazione della clientela.

L'attenzione agli obiettivi di vendita dei prodotti si riflette altresì nelle modalità di prestazione del servizio di consulenza, per il quale non è mai richiesta una remunerazione specifica essendo questa legata al prezzo del prodotto oggetto dell'operazione e alle retrocessioni alla rete distributiva. Il servizio di consulenza, talvolta associato al servizio di collocamento, appare altresì a "basso valore aggiunto" coincidendo, nella maggior parte dei casi, con la mera valutazione di adeguatezza del singolo ordine.

La maggior parte delle banche, inoltre, non ha individuato i criteri da seguire in sede di formulazione di consigli d'investimento, lasciando ampia discrezionalità agli operatori a contatto con la clientela, né ha impiegato strumenti e procedure di valutazione della convenienza di ciascuna operazione per il cliente in termini di rischio/rendimento atteso o di confronto fra prodotti succedanei. In generale, non appare soddisfacente la tracciabilità del processo di formulazione dei consigli d'investimento, non essendo agevole distinguere *ex post* le operazioni effettuate in presenza di un consiglio personalizzato dagli ordini impartiti dal cliente spontaneamente. Poiché questi ultimi possono essere eseguiti nonostante l'eventuale inadeguatezza, emerge il rischio di una sostanziale elusione del divieto normativo di fornire consigli d'investimento non adeguati.

Sebbene tutti gli intermediari esaminati abbiano previsto specifiche procedure per la valutazione di adeguatezza, molteplici appaiono i profili suscettibili di miglioramento. 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. In particolare, i criteri di classificazione dei prodotti presentano differenti livelli di sofisticazione essendo basati alcuni sulla considerazione delle varie tipologie di rischio dell'investimento, altri sull'assegnazione di un profilo sintetico che ignora importanti fattori di rischio, quale, ad esempio, quello di

liquidità. In talune circostanze, inoltre, è risultata diffusa la prassi di adottare correttivi e/o adattamenti delle procedure standard nel caso di classificazione di titoli propri.

In relazione alla profilatura della clientela, sono state talvolta registrate carenze negli algoritmi utilizzati per la determinazione dei profili degli investitori e/o negli elementi informativi di base da questi considerati, a volte non pienamente rispondenti a quanto richiesto dalle disposizioni normative vigenti. Tali carenze possono compromettere la corretta valutazione da parte degli intermediari della capacità dei clienti di percepire e sopportare gli specifici profili di rischio dei prodotti, con riflessi negativi sulla significatività di taluni controlli previsti nei processi di valutazione di adeguatezza.

Soltanto alcuni intermediari hanno sviluppato sistemi in grado di effettuare una valutazione di adeguatezza basata su un approccio per "portafoglio" complessivo dell'investitore. In alcuni casi, inoltre, è stata rilevata l'applicazione di correttivi alle procedure standard generalmente utilizzate nei casi di operazioni aventi ad oggetto titoli propri, allo scopo di favorirne la distribuzione fino a incidere, talvolta, sull'effettiva coerenza delle operazioni con le caratteristiche della clientela. La maggior parte degli operatori, infine, non riconosce, nell'ambito dei propri modelli di valutazione di adeguatezza, una valenza autonoma all'orizzonte di investimento del risparmiatore (*holding period*) in relazione alle caratteristiche di durata e di liquidità dei prodotti. Entro il 2010, comunque, tale aspetto dovrebbe risultare rilevabile autonomamente dai sistemi informatici di controllo che la maggior parte degli intermediari ha già provveduto ad avviare, come raccomandato peraltro dalla Comunicazione n. 9019104 avente ad oggetto "*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquid*" (si veda il §2 del successivo Capitolo III "*L'attività regolamentare*").

Con riferimento all'informativa resa agli investitori, la maggior parte degli operatori ha predisposto schede informative *ad hoc*, da consegnare al cliente, i contenuti delle quali non risultano pienamente allineati alle raccomandazioni esposte nella Comunicazione.

Con riferimento ai profili attinenti alla negoziazione sul mercato secondario, sono stati rilevati differenti criteri e modalità di negoziazione dei titoli di propria emissione. Nella generalità dei casi, gli intermediari non prevedono di assumere impegni contrattuali al riacquisto dei titoli distribuiti presso la clientela; talvolta hanno assunto l'obbligo di richiedere l'ammissione alla negoziazione su un Mtf oppure hanno valorizzato la funzione di internalizzazione sistematica svolta dallo stesso emittente o da altro soggetto all'interno del gruppo di appartenenza.

Si è rilevato, infine, con riguardo alle modalità di *pricing* dei prodotti finanziari, e alle connesse procedure di *best execution* per i titoli che non

sono scambiati in più sedi di negoziazione, che il grado di formalizzazione e di oggettività è migliorato per gli intermediari che sono al contempo emittenti del prodotto. Per gli intermediari che operano nella veste di meri collocatori, viceversa, le procedure di verifica e di controllo della congruità delle condizioni praticate alla clientela sono risultate carenti o inesistenti, essendo adottate come riferimento esclusivo le indicazioni degli emittenti e/o negoziatori del gruppo di appartenenza.

Alla luce delle evidenze raccolte, la Consob nel febbraio 2010 ha ordinato a due banche di convocare i rispettivi Consigli di amministrazione per esaminare tematiche inerenti alla prestazione dei servizi di investimento (ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. b) del Tuf).

Il primo intervento ha avuto ad oggetto le politiche di incentivazione del personale addetto alla relazione con la clientela e ha condotto alla richiesta di approntare efficaci modalità di gestione della situazione di conflitto di interessi determinate dalle politiche medesime.

Il secondo intervento è stato focalizzato sulle modalità di prestazione del servizio di consulenza, sottolineando che qualora l'intermediario prescelga un modello di servizio alla clientela che non contempla il rilascio di raccomandazioni di consulenza, occorre che siano previsti meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) in grado di contenere effettivamente il rischio di fornire raccomandazioni alla clientela, conformando le condotte dei propri collaboratori e dipendenti ai predefiniti schemi relazionali.

In entrambi i casi è stata richiamata l'attenzione degli intermediari sull'importanza della funzione di conformità alle norme (*compliance*). Infatti, la direttiva MiFID, nel ridisegnare la configurazione del sistema dei controlli interni, ha conferito a tale funzione un ruolo di assoluta centralità. Viene, in particolare, enfatizzata la necessaria separazione fra le funzioni di *compliance* e quelle di revisione interna (*internal audit*), alle quali sono attribuite, rispettivamente, la verifica dell'osservanza del rispetto degli obblighi in materia di prestazione dei servizi (controlli di secondo livello) e la valutazione su completezza, funzionalità e adeguatezza dei sistemi, anche di controllo, dell'intermediario (controlli di terzo livello). In particolare, la funzione di *compliance* alle norme deve verificare, in via di continuità, le ricadute in ordine al rischio di non conformità delle scelte strategiche adottate dall'intermediario. La medesima funzione deve altresì condurre una concreta attività di controllo sul campo della coerenza con la normativa di riferimento delle procedure e dei comportamenti degli addetti.

Oltre ai citati interventi, un'iniziativa di vigilanza di particolare valenza per le implicazioni che ha avuto sia sui profili di trasparenza in operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, sia su quelli di correttezza nella prestazione di servizi di investimento riguarda il collocamento di un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria, con abbinati *warrant* su

azioni ordinarie, da parte di un istituto bancario. L'offerta, inizialmente rivolta esclusivamente in opzione ai soci, è stata successivamente aperta anche alla clientela *retail*.

In occasione dell'offerta al pubblico *retail*, la Consob, avendo presente la complessità della struttura finanziaria del titolo e il ridotto grado di liquidità, ha ritenuto opportuno intensificare i controlli sul rispetto delle regole di condotta previste dalla normativa vigente nella fase del collocamento.

Gli accertamenti condotti hanno rivelato significative carenze delle procedure operative utilizzate nonché rilevanti irregolarità nella distribuzione da parte dell'intermediario dei titoli obbligazionari di propria emissione con riguardo: alla prevalenza di operazioni inadeguate, a seguito di strumentale classificazione delle stesse come operazioni a "iniziativa del cliente"; alla "riprofilatura" dei clienti strumentale a valutare come adeguate le operazioni sui titoli oggetto dell'offerta; alla mancata effettiva valutazione del profilo di illiquidità dei titoli stessi.

L'Istituto ha pertanto emanato un provvedimento ingiuntivo nei confronti dell'intermediario, ai sensi dell'art. 51, comma 1, del Tuf.

Contestualmente all'attività di verifica della Consob, l'intermediario ha integrato la rappresentazione del profilo di rischio-rendimento del prodotto con indicatori di natura quantitativa, arricchendo il prospetto informativo con indicazioni volte a rappresentare, rispettivamente, il contributo delle diverse componenti dell'investimento finanziario al valore teorico dell'obbligazione alla data di offerta; la probabilità che, alla data di scadenza, i titoli offerti generassero un rendimento più o meno elevato rispetto a quello dell'attività finanziaria priva di rischio sul medesimo orizzonte temporale e il grado di rischio associato al titolo.

Ulteriori iniziative di vigilanza hanno avuto ad oggetto 30 collocamenti di prestiti obbligazionari, emessi da istituti bancari e da società non finanziarie, i quali includevano in prevalenza una clausola di subordinazione e clausole di revisione periodica del tasso di interesse e/o di rimborso anticipato. Dati i profili di complessità della struttura finanziaria dei titoli, i controlli sono stati tesi a garantire che agli investitori fosse resa un'informazione adeguata sui rischi dell'investimento per poter pervenire a un fondato giudizio sull'offerta e a un confronto tra proposte di investimento alternative.

Nel corso del 2010 si registrano inoltre sviluppi della vicenda legata al *default* delle obbligazioni emesse dalla Repubblica Argentina, che ha impegnato negli anni scorsi in maniera intensa la Consob e che ha dato luogo a rilevanti provvedimenti sanzionatori nei confronti di intermediari che avevano prestatato servizi di investimento relativamente a tali titoli.

Nei primi mesi del 2010, nell'ambito di incontri con rappresentanti della Repubblica Argentina volti a definire i termini e le modalità della nuova

offerta di scambio che l'Argentina intende effettuare sui propri titoli obbligazionari, la Consob ha fatto presente che – attesa la rilevanza dell'operazione e il numero dei risparmiatori interessati – l'utilizzo di un documento di offerta redatto in lingua italiana e approvato dall'Istituto ai sensi dell'art. 102, comma 4-*bis* del Tuf era lo strumento più idoneo a garantire una maggior tutela per gli investitori e la massima trasparenza per il mercato.

In esito ai colloqui intervenuti, in data 23 marzo 2010 la Repubblica Argentina ha effettuato alla Consob e al mercato, ai sensi dell'art. 102 commi 1 e 3, del Tuf, la prescritta comunicazione relativa all'offerta pubblica di scambio (Ops) e ha contestualmente trasmesso la bozza del relativo documento di offerta.

L'offerta, che fa seguito a un'analoga operazione effettuata nel corso del 2005, è rivolta ai possessori delle obbligazioni in *default* emesse dalla Repubblica Argentina antecedentemente al 2005 (già oggetto della precedente Ops svoltasi nel 2005) e ancora in circolazione nonché ai possessori dei prestiti obbligazionari emessi dall'offerente in occasione dell'offerta del 2005.

La nuova offerta prevede lo scambio con nuove obbligazioni secondo modalità e dettagli che saranno resi noti una volta pubblicato il documento di offerta. L'Ops sarà parte di un'offerta globale che l'Argentina intende rivolgere ai titolari di obbligazioni esistenti in alcuni paesi europei e sarà condizionata al successo di una parallela offerta globale di nuovi titoli (non rivolta al pubblico italiano) con scadenza 2017 e per un ammontare non inferiore a un miliardo di dollari Usa.

#### 4 La vigilanza sul risparmio gestito

Nel corso del 2009 hanno continuato a dispiegarsi gli effetti della crisi finanziaria sul settore del risparmio gestito italiano. I fondi comuni aperti di tipo tradizionale e i fondi speculativi (cosiddetti *hedge fund*) hanno subito forti deflussi, arrestatisi solo a fine anno, quando sono emersi deboli segnali di ripresa.

In questo contesto, l'attività di vigilanza è stata tesa ad accertare il rischio di liquidità e, più in generale, i rischi assunti dai fondi italiani anche in ragione della natura transnazionale dell'attività di gestione; particolare attenzione è stata dedicata, inoltre, alla verifica della relativa composizione patrimoniale.

Con riferimento ai fondi *hedge*, costituiti in prevalenza da fondi di fondi, la vigilanza si è inizialmente concentrata sui provvedimenti assunti dalle Sgr per gestire le tensioni di liquidità, quali la dilazione dei rimborsi (cosiddetto *gate*) o il trasferimento delle posizioni illiquide in nuovi fondi di

tipo chiuso costituiti *ad hoc* (cosiddetto *side-pocket*). Sono poi state affrontate le criticità collegate all'effettiva conoscenza delle caratteristiche di rischiosità dei fondi *target* da parte dei gestori di fondi di fondi *hedge* e alla insufficiente articolazione del processo di investimento, con particolare riguardo all'attività di acquisizione e analisi di informazioni adeguate all'assunzione di scelte di investimento (cosiddetta *due diligence*).

Alla luce delle risultanze acquisite, la Commissione ha ritenuto opportuno formulare talune linee di indirizzo per la definizione di idonee procedure interne finalizzate all'ordinata e corretta attività di ricerca e selezione dei fondi *target*, in conformità alla *ratio* della regolamentazione vigente in tema di correttezza di comportamento e coerentemente con le specificità dell'attività svolta (comunicazione 9079688 del 4 settembre 2009).

In particolare, posto che il concreto atteggiarsi del processo di investimento riveste un ruolo centrale ai fini di una corretta prestazione del servizio gestorio, si è richiamata l'attenzione sulla necessità che ogni scelta iniziale di investimento risulti non solo conforme alle strategie deliberate, ma coerente con le informazioni previamente acquisite, che delle strategie costituiscono il presupposto. Anche il mantenimento dell'esposizione verso un'attività o la sua vendita costituiscono decisioni che devono essere costantemente e consapevolmente ponderate alla luce delle informazioni disponibili.

Il ricorso a consulenti, inoltre, non fa venir meno in capo alle Sgr e Sicav la responsabilità del rispetto dei prescritti canoni di diligenza e correttezza comportamentale. I consulenti potrebbero essere peraltro portatori di interessi in conflitto con quello degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), che gli intermediari gestori sono chiamati a gestire definendo presidi adeguati.

Ulteriori indicazioni sono state fornite in relazione: all'identificazione del novero dei fondi che possono divenire oggetto di investimento; all'attività di *due diligence*, che si estrinseca nella materiale acquisizione e analisi delle informazioni relative ai fondi *hedge* individuati al fine di accertare le condizioni per l'investimento; alla selezione dei fondi, che deve avvenire sulla base delle informazioni acquisite in merito alla capacità del gestore di conseguire gli obiettivi di investimento dichiarati; al monitoraggio dei fondi selezionati, al fine di verificare nel continuo la persistenza delle condizioni riscontrate e soddisfatte nella fase di selezione iniziale.

La vicenda legata al caso Madoff ha continuato a impegnare l'Istituto anche nel corso del 2009. In particolare, in relazione a una Sgr di fondi aperti, sono state riscontrate esposizioni verso attività riconducibili alla *Bernard L. Madoff Investment Securities LLC* in violazione degli obblighi di diligenza e correttezza. La Commissione ha pertanto disposto in via d'urgenza la sospensione per 60 giorni degli organi amministrativi della Sgr e la nomina

di un commissario incaricato della gestione, ai sensi dell'art. 53, commi 1 e 6, del Tuf. A seguito di ulteriori evidenze emerse nel corso dell'attività di accertamento, la Consob ha poi proposto lo scioglimento degli organi con funzione di amministrazione e controllo della Sgr e la sua sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria, ai sensi dell'art. 56, comma 1 del Tuf; tale procedura è stata conseguentemente disposta con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze nel mese di giugno.

Tra gli altri provvedimenti adottati nel 2009, si ricorda la proposta al Ministero dell'Economia e delle Finanze di revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività e di sottoposizione a liquidazione coatta amministrativa (ai sensi dell'art. 57, comma 1, del Tuf) di una Sgr il cui fondo di fondi *hedge* è risultato investito per la quasi totalità in un sistema *master-feeder* di fondi *off-shore* e per la quale sono state accertate violazioni della normativa e irregolarità di eccezionale gravità.

Infine un'iniziativa di vigilanza, che ha visto operare congiuntamente Consob e Banca d'Italia, ha avuto ad oggetto le procedure di valutazione degli *assets* dei fondi comuni di investimento immobiliari, con specifico riferimento alla fase dell'analisi e del riesame da parte delle Sgr delle relazioni di stima redatte dagli "esperti indipendenti" di cui all'art. 17 del decreto ministeriale del 24 maggio 1999, n.228.

L'indagine condotta dalla Consob ha evidenziato, oltre alla genericità delle procedure definite dalle Sgr per l'esame delle relazioni di stima, una significativa concentrazione in capo a pochi esperti indipendenti degli incarichi di stima conferiti dalle Sgr stesse e una scarsa trasparenza delle relazioni da questi predisposte, relativamente alla metodologia applicata e alle motivazioni sottese all'impiego della stessa nonché ai parametri, alle ipotesi e ai rischi considerati.

La Commissione, congiuntamente con la Banca d'Italia, ha pertanto avviato ulteriori attività tese a indirizzare le Sgr verso la formalizzazione di regole e procedure di valutazione degli *asset* immobiliari più stringenti e complete, in grado di assicurare la dovuta trasparenza e la necessaria verificabilità *ex post*.

Su questo tema si registrano peraltro le iniziative dell'industria, in particolare delle associazioni di categoria delle Sgr e delle società immobiliari.

Nel corso del 2009 sono stati ultimati i lavori, condotti in collaborazione con la Banca d'Italia, relativi alla valutazione delle condizioni per il passaggio a un sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione delle quote dei fondi aperti, analogo a quello in vigore per tutti gli altri strumenti finanziari.

Il passaggio a una gestione accentrata in regime di dematerializzazione è strumentale alla creazione di un'infrastruttura di sistema capace di interconnettere i flussi informativi di intermediari-distributori, case-prodotto (gestori) e banche depositarie nonché di

automatizzare completamente l'esecuzione delle operazioni di sottoscrizione e rimborso e le relative registrazioni.

Sebbene sia in larga misura rimesso all'iniziativa del settore privato, la Consob (insieme alla Banca d'Italia) ha da tempo sollecitato l'industria e gli operatori a intraprendere iniziative che potessero agevolare lo sviluppo di una gestione accentrata in regime di dematerializzazione. L'affermazione di un sistema siffatto stimolerebbe la competizione nel settore della gestione collettiva del risparmio e nella distribuzione dei fondi, con ricadute positive sull'efficienza, il livello dei costi per i risparmiatori e l'innovazione di prodotto.

## **5 I controlli sulla *governance* e gli assetti proprietari delle imprese**

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

Nel corso del 2009 la Commissione ha proceduto a verificare la trasparenza delle valutazioni dell'organo amministrativo sui requisiti di indipendenza dei suoi componenti rese al mercato dalle 98 società quotate che hanno provveduto a rinnovare la composizione dei consigli di amministrazione nel primo semestre dell'anno. Sono stati analizzati, in particolare, i comunicati stampa diffusi dalle società a seguito dell'assemblea in cui è avvenuta la nomina degli amministratori e gli eventuali successivi comunicati (diffusi entro il mese di ottobre 2009) nei quali è stata divulgata la composizione del consiglio e/o la valutazione dell'indipendenza degli amministratori.

Dall'esame delle informazioni diffuse nei comunicati stampa successivi alle nomine è emerso un quadro complessivo eterogeneo: pur riscontrandosi, rispetto all'anno precedente, un generale miglioramento nel grado di trasparenza delle informazioni rese dagli emittenti, continuano infatti a registrarsi casi in cui l'informativa al mercato è del tutto insoddisfacente e/o incompleta.

In particolare, 44 società hanno dichiarato l'indipendenza dei consiglieri con riferimento ai criteri individuati dal Tuf e dal Codice di autodisciplina di Borsa Italiana; 19 si sono attenute esclusivamente a uno dei due criteri; 32 hanno fatto riferimento a una nozione imprecisata di indipendenza, mancando di menzionare il criterio utilizzato; le restanti 9 società hanno omesso di comunicare al mercato quali dei componenti del proprio organo amministrativo fossero stati qualificati come indipendenti. Nella metà dei casi, inoltre, non è stata fornita al mercato informazione circa la valutazione da parte del consiglio di amministrazione della sussistenza in capo agli amministratori dei requisiti di indipendenza, limitandosi i comunicati a riportare quali componenti dell'organo amministrativo hanno



dichiarato di essere in possesso dei requisiti. Da ultimo, le modalità di applicazione dei criteri di indipendenza previsti dal Codice di autodisciplina sono risultati di immediata evidenza solo in 9 casi.

Alla luce delle risultanze raccolte, la Consob ha avviato 8 procedimenti sanzionatori; ha altresì ritenuto opportuno avviare una consultazione su una proposta di modifica al Regolamento Emittenti avente ad oggetto la *disclosure* sulle valutazioni concernenti gli amministratori indipendenti ai sensi del Tuf (si veda, in particolare, il §2 del successivo Capitolo III "*L'attività regolamentare*").

## 5.2 La vigilanza sulla trasparenza degli assetti proprietari

Nel corso del 2009 l'Istituto ha rafforzato l'azione di vigilanza sulla trasparenza degli assetti proprietari in considerazione, tra l'altro, del forte ribasso dei corsi azionari che ha contraddistinto larga parte dell'anno e della conseguente riduzione della capitalizzazione degli emittenti quotati, inclusi quelli di maggiore dimensione.

Le condizioni congiunturali negative hanno peraltro dato impulso a un'iniziativa legislativa avente ad oggetto taluni provvedimenti di "sostegno" alle società italiane che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e in particolare a quelle quotate in borsa, tesi a fornire alle società stesse strumenti di difesa da possibili manovre speculative nei loro confronti.

Sul piano della trasparenza, l'art. 7 della legge n. 33 del 9 aprile 2009 (di conversione del decreto legge del 10 febbraio 2009 n. 5) ha inserito all'art. 120 del Tuf il comma 2-*bis*, conferendo alla Consob il potere di abbassare la soglia minima di rilevanza per l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, attualmente fissata al 2 per cento del capitale. Tale previsione, riferita solo agli emittenti con elevato flottante e di particolari dimensioni, può essere applicata in via provvisoria e con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario. La Consob non si è ancora avvalsa di tale facoltà.

Altri interventi da parte del legislatore hanno rivestito carattere più sostanziale, risultando volti a incrementare la possibilità di difesa da scalate ostili. In particolare, con la medesima legge 33 del 9 aprile 2009, è stato sostituito il terzo comma dell'art. 2357 c.c., aumentando al 20 per cento del capitale sociale il limite massimo del valore nominale delle azioni proprie acquistabile, direttamente o indirettamente, dalle società che fanno ricorso al capitale di rischio (e fermi restando i limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili previsti dal comma 1 dell'art. 2357 c.c.). Parallelamente, il limite del 10 per cento del capitale è stato innalzato al 20 per cento anche nel secondo comma dell'art. 2357-*bis* del codice civile, che disciplina le ipotesi in cui la società si venga a trovare in possesso di azioni proprie in

particolari situazioni (ad esempio, in caso di successione universale, fusione o scissione).

Un'ulteriore innovazione apportata con la legge 33 del 2009 ha riguardato la disciplina dell'Opa cosiddetta da consolidamento, ossia l'obbligo di offerta che consegue agli acquisti effettuati da chi già detiene una partecipazione superiore al 30 per cento del capitale senza possedere il 50 per cento più un'azione (per maggiori dettagli, si veda il §1 del Capitolo III "L'attività regolamentare").

## 6 La vigilanza sulle società di revisione

Nel corso del 2009 è proseguita l'attività di controllo di qualità sulle società di revisione iscritte all'albo Consob e sono stati portati a termine, in particolare, i controlli su tre società di grandi dimensioni.

Le verifiche sono state dirette a valutare l'adeguatezza e la conformità del sistema procedurale adottato dai soggetti vigilati ai principi contenuti nel Documento n. 220, raccomandato dalla Consob, avente ad oggetto "Il controllo della qualità del lavoro di revisione contabile". Tale sistema, soprattutto nelle società di grandi dimensioni, costituisce un primo fondamentale presidio interno per la salvaguardia della qualità dei servizi professionali offerti al mercato.

Dagli esiti dell'attività di vigilanza si evince la complessiva adeguatezza, rispetto alle previsioni dei principi di riferimento, dei diversi modelli organizzativi applicati dalle società per il controllo della qualità. Con riferimento a specifici aspetti procedurali e organizzativi, sono stati tuttavia riscontrati taluni profili di debolezza, che hanno formato oggetto di raccomandazioni in merito a interventi correttivi (ai sensi dell'art. 162, comma 1, del Tuf). Le società hanno già avviato tali interventi ponendo in essere misure procedurali e organizzative idonee a superare i rilievi emersi.

L'attività di verifica si è concentrata, in via preliminare, sull'analisi delle "reti" professionali (*network*) presenti su base mondiale a cui aderiscono tutte le più importanti società di revisione; tali "reti" incidono fortemente sulle scelte organizzative delle società aderenti, soprattutto con riguardo agli aspetti legati alla qualità dei servizi professionali resi sul mercato. La struttura organizzativa e i rapporti con i *network* di appartenenza hanno costituito, pertanto, il quadro di riferimento nell'ambito del quale è stata svolta la valutazione dell'adeguatezza delle procedure interne di controllo.

In tale contesto, è emersa l'esigenza di un rafforzamento organizzativo e procedurale – anche mediante l'introduzione di presidi volti a garantire lo svolgimento di adeguati controlli interni – attinente, in generale, all'indipendenza del revisore e, più in particolare, alla prestazione dei servizi cosiddetti *non audit* ai clienti che hanno conferito l'incarico di revisione.

È stata quindi raccomandata l'integrazione delle procedure esistenti per la verifica della corretta prestazione di servizi *non audit* (ai sensi dell'art. 160, comma 1-ter del Tuf). La normativa in vigore ha esteso, infatti, il perimetro di applicazione delle situazioni di incompatibilità a tutte le entità del *network*, rendendo piuttosto complessi i controlli relativi a "reti" molto articolate, come quelle delle società di grandi dimensioni. Da qui discende la necessità di procedure a salvaguardia del principio di indipendenza dalle potenziali situazioni di incompatibilità, derivanti dalla prestazione di servizi non consentiti ai clienti *audit* anche da parte di altre entità della rete e, in alcuni casi, di un rafforzamento del monitoraggio interno su tali fattispecie.

Ulteriori interventi in materia di indipendenza del revisore hanno riguardato: l'integrazione delle procedure relative alle dichiarazioni del personale in occasione dell'assegnazione degli incarichi; l'affinamento di alcuni strumenti informatici per l'accertamento delle cause di incompatibilità; le modalità seguite dai *partner* responsabili, in sede di accettazione di nuovi clienti o incarichi, nell'applicazione delle procedure finalizzate all'identificazione di eventuali situazioni di conflitto di interesse.

È stata altresì ravvisata la necessità di introdurre controlli indipendenti per la verifica sistematica di taluni profili particolarmente critici, quali lo scostamento tra i tempi previsti per lo svolgimento dell'incarico di revisione e le prestazioni riportate a consuntivo e la compatibilità della concentrazione degli incarichi in capo a *partner* e *manager* con un'adeguata direzione, supervisione e riesame del lavoro svolto da parte dei suddetti soggetti.

È stato riscontrato, inoltre, che sebbene tutte le società di grandi dimensioni siano oggetto di programmi periodici di monitoraggio particolarmente strutturati, sia interni sia da parte del *network* di appartenenza, alcuni aspetti non risultano sufficientemente controllati. In particolare, rispetto all'assegnazione di personale professionale ai *team* di revisione, alla consultazione tecnica, all'accettazione di nuovi clienti e di nuovi incarichi e all'indipendenza è stato necessario raccomandare l'introduzione di specifici *test*, finalizzati a integrare le verifiche in essere, e il miglioramento della documentazione sugli esiti di tale attività.

Il rafforzamento e la migliore formalizzazione delle verifiche svolte sono stati richiesti anche con riguardo all'*independent review* sugli incarichi di revisione, ossia rispetto ai controlli sulla correttezza del processo di revisione da parte di un *partner* diverso da quello responsabile dell'incarico prima dell'emissione dell'*opinion*, poiché la modulistica utilizzata non consentiva di apprezzare la portata degli interventi effettivamente realizzati.

Particolare attenzione è stata riservata, inoltre, all'archiviazione delle carte di lavoro e alle relative procedure che, per quanto articolate, non riescono sempre a garantire l'integrità nel tempo delle carte di lavoro, soprattutto quando la gestione non si avvale di supporti elettronici

adeguatamente protetti. Rispetto a tale profilo, in un caso è stato chiesto il rafforzamento delle procedure di archiviazione esistenti nonché la previsione di ulteriori presidi interni di monitoraggio, in vista della successiva adozione di un sistema di carte di lavoro elettroniche.

Specifiche raccomandazioni sono state formulate, infine, con riguardo ai due momenti procedurali propedeutici all'avvio dei lavori di revisione, ossia l'accettazione della clientela e l'assegnazione del personale agli incarichi.

Rispetto al primo punto, le raccomandazioni sono state mirate a garantire il completamento dell'intero processo di accettazione del cliente, compresi i diversi livelli autorizzativi, prima dell'emissione della proposta di prestazione di servizi professionali e dell'effettivo avvio dei relativi lavori. In tal modo si è inteso contenere la possibilità che considerazioni di natura commerciale possano influenzare le valutazioni che devono essere svolte in occasione del rilascio della proposta (con riguardo alla determinazione dei tempi di svolgimento dell'incarico anche in funzione dei profili di rischio rilevati), con riflessi potenzialmente negativi sulla qualità dei lavori.

Con riguardo, poi, all'assegnazione del personale agli incarichi è stata portata all'attenzione la necessità di documentare adeguatamente il relativo processo (soprattutto con riferimento alle figure chiamate a svolgere all'interno dei *team* ruoli di direzione, supervisione e riesame dell'attività di revisione). La raccomandazione è tesa ad assicurare una composizione qualitativa dei *team* equilibrata, in linea con le indicazioni fornite dalla Consob, e a mantenere il carico di lavoro per i *partner* e *manager* entro limiti compatibili con un adeguato livello di direzione e supervisione nello svolgimento degli incarichi stessi.

## L'attività regolamentare 3

Il processo di revisione della normativa primaria in materia di mercati finanziari collegato alla trasposizione nell'ordinamento domestico delle direttive del Piano d'azione per i servizi finanziari della Commissione Europea si è sostanzialmente concluso. Nel 2007 erano state recepite la direttiva sui mercati di strumenti finanziari (cosiddetta MiFID – Direttiva 2004/39/CE), la Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE), pure se con successive modifiche, la Direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (cosiddetta direttiva *Transparency* – Direttiva 2004/109/CE) e la Direttiva sul prospetto (Direttiva 2003/71/CE). Più recentemente si è concluso il processo di recepimento della VIII Direttiva sulla revisione contabile (Direttiva 2006/43/CE) e della Direttiva relativa all'esercizio dei diritti degli azionisti di società quotate (Direttiva 2007/36/CE), mentre con riguardo all'attuazione della Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE), il legislatore italiano è intervenuto apportando modifiche alle norme relative alla *passivity rule* e alla regola della neutralizzazione.

Nell'ambito di questo processo la Consob ha svolto una proficua e intensa attività di collaborazione con il Ministero dell'Economia e delle Finanze finalizzata a fornire i propri contributi tecnici in occasione del recepimento delle Direttive sulla revisione contabile e sui diritti degli azionisti. Ulteriori contributi sono stati forniti per il perfezionamento della disciplina riguardante le materie delle offerte pubbliche di acquisto e dei consulenti persone fisiche. Altre proposte di modifica alle norme primarie hanno, invece, riguardato l'estensione della disciplina degli abusi di mercato anche agli emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano.

Per ciò che riguarda, in particolare, il recepimento della Direttiva sulla revisione contabile, la Legge Comunitaria per il 2008 aveva delegato il Governo a emanare i decreti legislativi necessari all'attuazione delle disposizioni contenute nella direttiva stessa, relative all'abilitazione all'esercizio dell'attività, al suo svolgimento secondo adeguate regole tecniche e di indipendenza, al sistema di controllo pubblico che gli Stati membri sono chiamati a realizzare su persone fisiche e società che esercitino tale attività e infine alla cooperazione internazionale in materia.

Nelle norme di recepimento della Direttiva sono stati rafforzati tutti i presidi volti a garantire una maggiore qualità della revisione legale,

introducendo in particolare significative novità nel sistema pubblico di vigilanza sui revisori, con la finalità di garantire una sempre maggiore affidabilità dell'informazione finanziaria oggetto dell'attività di revisione. La complessiva rivisitazione della materia ha, peraltro, condotto alla realizzazione di un unico testo normativo che raccoglie tutta la disciplina in tema di revisione.

Il nuovo decreto introduce regole più stringenti con riferimento a tutti gli aspetti rilevanti dell'attività (abilitazione, formazione, trasparenza delle informazioni relative ai revisori e agli incarichi, applicazione di principi etici e di revisione) e prevede l'attribuzione al sistema di vigilanza, accanto ai tradizionali compiti di indagine su casi specifici, anche compiti di verifica preventiva, da effettuarsi in maniera periodica, volti al "controllo della qualità" dell'attività di revisione svolta. La disciplina di tali controlli, in parte già prevista per i soggetti iscritti all'albo speciale della Consob, viene ora ampliata ed estesa a tutti i soggetti che svolgono l'attività di revisione legale. Presidi ulteriori sono inoltre previsti per la revisione degli "enti di interesse pubblico" (società quotate, banche, assicurazioni, intermediari finanziari e altri soggetti), attività che viene presidiata da norme speciali tese a fornire salvaguardie ulteriori, in tema di indipendenza, trasparenza e modalità di vigilanza.

È stata realizzata, infine, una nuova attribuzione delle responsabilità di vigilanza, assegnando alla Consob la vigilanza sui revisori degli enti di interesse pubblico e al Ministero dell'Economia la vigilanza sulla restante attività di revisione legale. Sarà dunque necessario avviare forme di collaborazione e coordinamento per realizzare coerenza e unitarietà degli obiettivi della vigilanza.

La disciplina richiederà l'emanazione di un'articolata regolamentazione attuativa che si estenderà a tutti gli aspetti di maggiore rilievo, quali la disciplina del Registro dei revisori legali, la regolamentazione degli incarichi di revisione, l'emanazione delle regole di revisione e di indipendenza, i controlli di qualità, l'ambito di applicazione delle norme sugli enti di interesse pubblico, la registrazione dei revisori dei paesi terzi. La Consob è chiamata a svolgere una funzione di supporto al Ministero dell'Economia incaricato di predisporre la maggior parte dei regolamenti; l'Istituto è altresì tenuto a effettuare interventi regolamentari sia in via autonoma sia d'intesa con altre Autorità, quali Isvap e Banca d'Italia.

La Commissione ha fornito ampio e articolato supporto tecnico anche per il recepimento della Direttiva 2007/36/CE in materia di esercizio dei diritti degli azionisti di società quotate. Tale direttiva prevede un insieme di garanzie minime in materia di diritti degli azionisti di società quotate, con l'obiettivo di favorirne la partecipazione alla vita societaria, rimuovendo ostacoli all'intervento in assemblea e all'esercizio del voto. Le norme comunitarie riguardano, in particolare, il procedimento di convocazione assembleare con riferimento alla determinazione dei requisiti per partecipare

e votare, la partecipazione con mezzi elettronici, la possibilità di presentare proposte di delibera e di iscrivere materie all'ordine del giorno nonché il voto su delega e il voto a distanza.

Secondo le disposizioni della direttiva, i diritti degli azionisti di partecipare e votare in assemblea sono determinati sulla base delle azioni detenute dagli stessi a una determinata data precedente l'assemblea (cosiddetta *record date*). Tale data deve essere fissata tra i 30 giorni precedenti la convocazione dell'assemblea e gli 8 giorni successivi al termine ultimo per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, in modo da dare una rappresentazione quanto più corretta possibile dell'azionariato. Vengono inoltre rimossi l'obbligo di depositare le azioni prima dell'assemblea e il divieto di vendere le azioni stesse durante il periodo che intercorre tra la *record date* e l'assemblea. Gli Stati membri, comunque, non sono tenuti ad applicare queste disposizioni alle società in grado di desumere l'identità dei loro azionisti da un registro aggiornato degli azionisti alla data dell'assemblea.

La direttiva richiede inoltre che le limitazioni e i vincoli esistenti per l'esercizio del voto per delega siano eliminati. Per arginare eventuali abusi del voto per delega, tuttavia, gli Stati membri possono stabilire che il rappresentante sia tenuto a osservare le istruzioni eventualmente ricevute dall'azionista e possono introdurre misure appropriate per prevenire conflitti di interessi tra il rappresentante e gli azionisti deleganti.

Nel recepire la direttiva, il legislatore nazionale ha definito la *record date* temperando adeguatamente l'esigenza di fare sì che l'azionariato legittimato alla partecipazione sia il più possibile corrispondente a quello effettivo alla data dell'assemblea con quella di non scoraggiare la partecipazione dei soggetti esteri, i quali necessitano di un congruo lasso di tempo tra la data in cui hanno certezza del numero di azioni con le quali possono votare e l'invio di eventuali istruzioni di voto ai propri delegati in assemblea.

Il legislatore ha inoltre stabilito che la legittimazione alla partecipazione in assemblea continui a basarsi sulla certificazione rilasciata dall'intermediario depositario sulla base della richiesta dell'azionista.

Allo scopo di incentivare la partecipazione in assemblea risulta di particolare importanza, soprattutto per gli azionisti non residenti, evitare fenomeni di sovrapposizione delle date assembleari o di concentrazione di tali date su archi di tempo molto ristretti. A tal fine, il legislatore nazionale ha rivisto la disciplina sui termini per l'approvazione del bilancio, permettendo alle società maggiore flessibilità nella definizione della data dell'assemblea (rispetto all'attuale vincolo dei quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio, che invece dovrebbe essere riferito alla messa a disposizione della documentazione assembleare).

Il legislatore ha anche definito procedure più agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega, al fine di incentivare la partecipazione alla vita societaria da parte dei piccoli azionisti, e ha rimosso gli ostacoli e i costi connessi a questo tipo di operazioni (quali i vincoli quantitativi alla raccolta di deleghe, l'obbligo di avvalersi di un intermediario autorizzato, il nulla-osta preventivo da parte della Consob alla pubblicazione del prospetto per le operazioni di sollecitazione di deleghe), prevedendo al tempo stesso nuove forme di tutela dei piccoli azionisti (obblighi di trasparenza a carico dei delegati in presenza di raccolte superiori a determinati quantitativi e per tutte le operazioni di raccolta delle deleghe che superano determinate soglie quantitative e che configurano la sollecitazione di deleghe come disciplinata dal nuovo art. 136 del Tuf).

Oltre a fornire il proprio supporto tecnico ai lavori di studio per la definizione delle modalità di recepimento delle citate direttive, nel 2009 e nei primi mesi del 2010, come più ampiamente illustrato di seguito, la Commissione ha emanato la regolamentazione attuativa di alcune direttive recepite negli anni precedenti. In particolare, nel marzo 2009 è stata emanata la regolamentazione attuativa delle norme di recepimento della direttiva sul prospetto (Direttiva 2003/71/CE) e nell'aprile 2009 la regolamentazione attuativa delle norme di recepimento della direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (cosiddetta *Transparency* – Direttiva 2004/109/CE). È in corso il processo di definizione della regolamentazione secondaria in materia di Opa, che ha risentito delle citate modifiche apportate alla normativa primaria nel corso del 2009, mentre nel 2010 la Consob ha in previsione di emanare la regolamentazione secondaria collegata alla più recente normativa di recepimento delle direttive sulla revisione contabile e sui diritti degli azionisti, portando sostanzialmente a compimento il pieno adeguamento dell'ordinamento domestico alle direttive del Piano d'azione per i servizi finanziari della Commissione Europea.

Il 22 settembre 2009 il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha avviato una consultazione pubblica sullo schema di regolamento ministeriale volto a definire i criteri e i principi necessari per la stipula di contratti di finanziamento, anche con componenti derivative, da parte di Enti territoriali. Lo schema di regolamento, la cui consultazione si è chiusa il 30 ottobre 2009, e il relativo allegato, contenente le istruzioni metodologiche per la predisposizione dell'informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti, recepiscono integralmente l'approccio *risk-based* adottato dalla Consob per i prodotti di investimento *non equity*, definendolo lo strumento più idoneo a illustrare in modo chiaro ed efficace gli aspetti di onerosità e opportunità delle operazioni in derivati.

Al riguardo, si sottolinea che la 6° Commissione permanente (Finanza e Tesoro) del Senato della Repubblica, nel documento dell'11 marzo 2010 contenente le conclusioni della *"Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle*