

Tribunale e dalla Corte d'Appello di Milano e ha disposto la trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica presso il Tribunale ritenuto competente.

4 Il contenzioso in sede civile

Nel corso del 2009 116 sentenze hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina".

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 formulate nei confronti della Consob sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza – nel merito – di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, in quanto non è stata ravvisata violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Il Tribunale di Bologna, con sentenza emessa all'esito della riunione di 2 giudizi proposti nei confronti della Consob al fine di ottenere il risarcimento dei danni patiti a causa dell'asserita illegittima attività ispettiva e sanzionatoria posta in essere dall'Istituto nei confronti di una commissionaria di borsa, poi trasformata in Sim, ha respinto le domande attoree per assoluta carenza della prova del nesso causale tra la condotta tenuta dalla Consob e i danni lamentati dagli attori nonché dell'elemento soggettivo.

In un giudizio risarcitorio promosso da un soggetto destinatario dei poteri della Consob nell'ambito dell'attività di accertamento in materia di abusi di mercato, il Tribunale di Roma ha rigettato la domanda attorea, ritenendo le iniziative assunte dalla Consob pienamente legittime e doverose e ha, invece, accolto la domanda per responsabilità processuale aggravata formulata dalla Consob, liquidando in favore dell'Istituto la somma di euro 25 mila a titolo di risarcimento del danno.

In senso favorevole all'Istituto si è altresì pronunciato il Tribunale di Trapani in una controversia instaurata da taluni risparmiatori nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza nell'ambito di un'istruttoria relativa a un'offerta pubblica di acquisto tra banche.

Il Tribunale di Venezia, in un giudizio risarcitorio relativo all'asserita omessa vigilanza dell'Istituto sull'attività di un agente di cambio, ha respinto le domande attoree ritenendo il difetto di legittimazione attiva del curatore fallimentare all'esercizio dell'azione di risarcimento del danno. Con riferimento alla medesima vicenda, il Tribunale di Venezia ha definito un'altra

causa instaurata nei confronti della Consob da clienti dell'agente di cambio, con il rigetto della domanda per decorso del termine di prescrizione.

Sempre per decorso del termine di prescrizione, in 2 casi il Tribunale di Roma ha respinto le domande di risarcimento del danno proposte nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza su un gruppo di cui facevano parte 2 Sim.

Con 2 sentenze il Tribunale di Roma ha condannato la Consob al risarcimento dei danni a favore di taluni investitori per asserito omesso controllo su una commissionaria di borsa, poi trasformata in Sim. Le decisioni in questione riguardano fatti accaduti in un periodo risalente (1989-1992) in cui la normativa di settore conferiva alla Consob poteri assai meno incisivi rispetto a quelli contemplati dalla disciplina oggi vigente. La Consob, ritenendo che vi siano fondati motivi di censura delle 2 decisioni di primo grado, ha interposto appello avverso le medesime sentenze.

Le linee d'indirizzo per il 2010 5

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

I rischi per il conseguimento degli obiettivi istituzionali della Consob derivano sia dall'evoluzione della congiuntura economico-finanziaria sia da fattori di carattere strutturale e da specificità del nostro mercato finanziario.

Per ciò che riguarda la prima tipologia di fattori di rischio, si è già evidenziato come le difficoltà di finanziamento sul mercato dei capitali e l'inasprimento delle condizioni di erogazione del credito bancario possano rendere più frequenti i casi di insolvenza o di tensioni economico-finanziarie. Vi sono anche fattori di rischio derivanti dalla elevata concentrazione degli assetti proprietari e dalla presenza di azionisti di controllo – essenzialmente le famiglie e lo Stato – in grado di condizionare profondamente le scelte strategiche e la gestione delle imprese. Tale circostanza solleva il tema dei conflitti di interessi fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza (nonché rispetto ad altri *stakeholder*, quali creditori e lavoratori) e dell'adeguatezza dei meccanismi di *governance* nel gestire, mitigare o comunque rendere trasparenti questi conflitti.

Gli azionisti di controllo hanno il potere e l'incentivo a far compiere alla società operazioni che si sostanziano in un trasferimento di profitti o risorse in loro favore, danneggiando azionisti di minoranza e altri *stakeholder*. Lo strumento tradizionalmente più utilizzato in questo senso è costituito dalla conclusione di operazioni a condizioni non di mercato con gli stessi azionisti di controllo o con altre società in cui essi hanno un interesse (cosiddette operazioni a parti correlate). Vi sono però altri meccanismi, pure molto diffusi nel contesto italiano, che possono portare a una forte penalizzazione degli azionisti di minoranza, quali il *delisting* in condizioni di mercato molto critiche, gli aumenti di capitale riservati con diritto d'opzione a prezzi molto inferiori a quelli di mercato e le politiche di remunerazione degli amministratori che non tengono conto delle performance di lungo periodo dell'impresa (o comunque troppo generose quando l'azionista di controllo è anche amministratore).

La frequenza di questo tipo di operazioni nel nostro mercato – rispetto alle quali la stima del potenziale danno per gli azionisti di minoranza richiede valutazioni di merito spesso sottratte ai poteri di intervento e di vigilanza della Consob – è un indice della debolezza degli assetti di

governance delle società quotate italiane e della scarsa efficacia dei meccanismi di controllo endo-societari (in particolare, quelli riferibili all'azione di scrutinio degli amministratori indipendenti o degli azionisti di minoranza con quote più significative, quali ad esempio gli investitori istituzionali). La stessa presenza degli azionisti di controllo, del resto, disincentiva l'attivismo degli azionisti di minoranza, la partecipazione alla vita societaria (come testimoniato dalla scarsa presenza nelle assemblee) e la richiesta di una maggiore trasparenza che potrebbe aumentare il monitoraggio del mercato e della comunità finanziaria sulle operazioni per le quali non è immediatamente evidente l'interesse sociale.

Nel nostro, come in altri ordinamenti, si è ritenuto che i problemi di *corporate governance* potessero essere efficacemente presidiati attraverso l'autoregolamentazione e la disciplina del mercato resa possibile dalla trasparenza, ossia richiedendo l'adesione a Codici di autodisciplina, ovvero la *disclosure* (obbligatoria) dei motivi di una mancata o non piena adesione a tali Codici (secondo il principio "*comply or explain*"). Le società che segnalano al mercato di non aderire alla *best practice* dettata dai Codici ne avrebbero un danno in termini di maggiore costo del capitale.

Una recente indagine della Consob, tuttavia, mette in luce che, proprio in relazione alle procedure interne che disciplinano l'effettuazione di operazioni con parti correlate, questo meccanismo di mercato non è sempre efficace. Infatti, l'adesione sostanziale al Codice di autodisciplina delle società fatto proprio da Borsa Italiana appare di gran lunga inferiore a quella che emerge dalle attestazioni delle società basate su valutazioni meramente formali.

Le società quotate italiane presentano ancora criticità irrisolte negli assetti di *governance*, che costituiscono un punto di debolezza strutturale del nostro sistema finanziario e si ripercuotono negativamente sia sulla capacità delle Autorità di assicurare una piena protezione degli investitori sia sulle possibilità di crescita e sviluppo del mercato dei capitali privato.

Vi sono poi altri fattori di rischio legati alle specificità strutturali del nostro mercato finanziario, che derivano dalle scelte di portafoglio delle famiglie e dall'assetto complessivo dell'industria dell'intermediazione mobiliare, in precedenza prospettate.

Si è evidenziato come l'investimento diretto della ricchezza in prodotti con elevato rischio di liquidità (quali obbligazioni bancarie e polizze assicurative a contenuto finanziario) sia una caratteristica strutturale delle scelte degli investitori italiani, che spesso detengono portafogli poco diversificati e in forma di risparmio amministrato. I dati di sondaggio più recenti indicano, infatti, che le obbligazioni bancarie (incluse quelle di emittenti esteri) e le polizze finanziarie sono gli strumenti più diffusi dopo i depositi e i titoli di Stato italiani. La ridotta diversificazione di portafoglio sembra anche correlata con la scarsa diffusione dei servizi di consulenza. Tale

fenomeno discende dalle caratteristiche dell'industria dell'intermediazione mobiliare italiana, da un lato strutturalmente orientata verso l'attività distributiva e la prestazione di servizi di investimento a basso valore aggiunto per la clientela (quali il collocamento, la negoziazione e la raccolta ordini), dall'altro incentrata sulla definizione di politiche di offerta connotate da una forte ristrettezza dello spettro di prodotti e servizi di investimento, coincidenti normalmente con quelli emessi o "assemblati" all'interno del gruppo di appartenenza del collocatore/distributore.

Come evidenziato nel precedente Capitolo II "*L'attività di vigilanza*", dalle evidenze raccolte dalla Consob nel primo ciclo di ispezioni a seguito dell'entrata in vigore della MiFID presso i principali gruppi bancari emerge che le modalità di applicazione della nuova disciplina si caratterizzano, in alcuni casi, per un approccio formalistico, che conduce a disattendere la sostanza e lo spirito delle norme. In diverse circostanze, ad esempio, prodotti risultati non adeguati al cliente sono stati distribuiti nell'alveo della prestazione dei servizi di esecuzione o di ricezione e trasmissione di ordini che, come noto, richiedono solo una valutazione di appropriatezza; talvolta, inoltre, la consulenza viene utilizzata per indirizzare il cliente ai soli "prodotti della casa".

L'applicazione sostanziale e l'adesione allo spirito della MiFID postulano, invece, il passaggio a un modello di "servizio al cliente" e una più precisa focalizzazione delle strategie complessive nell'offerta di servizi di investimento, che dovrebbe condizionare la definizione delle procedure e degli assetti organizzativi, le modalità di selezione della gamma dei prodotti e servizi offerti e le politiche di incentivazione e remunerazione delle reti distributive.

La scarsa diffusione e il basso livello qualitativo dei servizi di consulenza offerti dagli intermediari sono fattori di rischio cruciali, che hanno riflessi negativi sotto il profilo dell'incisività e dei costi dell'azione di vigilanza, poiché – sebbene l'impostazione dei controlli sia sempre focalizzata sugli assetti organizzativi e procedurali che governano la complessiva prestazione dei servizi – si determinano condizioni di contesto in cui vi è il rischio di disperdere i controlli su singole operazioni, piuttosto che focalizzare l'attenzione sulle condizioni generali di servizio che regolano il rapporto intermediario-cliente.

In tale ambito si innestano anche i problemi legati alla necessità di rafforzare la trasparenza sui prodotti più complessi, in particolare quelli diversi dalle azioni (cosiddetti *non equity*) per veicolare all'investitore, soprattutto se non assistito da servizi di consulenza, le informazioni sintetiche ed essenziali per pervenire a un fondato giudizio sulla convenienza all'investimento. Nel §1 del precedente Capitolo I "*Il contesto istituzionale ed economico*" si sono evidenziate le azioni già intraprese dalla Consob e la prevedibile evoluzione del quadro normativo comunitario in materia.

Tale evoluzione porterà a una armonizzazione dei regimi di trasparenza e di collocamento dei prodotti *non equity* strutturati che dovrebbe creare un effettivo *level playing field*. Tuttavia, questo processo richiederà verosimilmente ancora alcuni anni prima di giungere a compimento; nel medio periodo rimangono dunque significativi i rischi per la tutela degli investitori derivanti dalla difficoltà di avere accesso a informazioni sintetiche e facilmente comprensibili sulle caratteristiche e il profilo di rischio-rendimento dei prodotti che rendano agevole il confronto fra prodotti simili venduti con vesti giuridiche diverse.

2 La strategia di vigilanza

2.1 L'informativa finanziaria e la *governance* degli emittenti quotati

Come evidenziato in premessa, le previsioni complessivamente negative sul quadro congiunturale e sulle condizioni del mercato dei capitali comportano il rischio che la situazione di emittenti apparentemente "sani" precipiti verso crisi finanziarie o situazioni di insolvenza che possono incidere negativamente sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni e sulla tutela degli interessi degli investitori *retail*.

Tuttavia, il deterioramento della situazione finanziaria delle imprese rappresenta un caso particolarmente evidente di un problema più generale (che interessa anche le imprese con assetti economici e patrimoniali stabili o con prospettive positive), ossia quello di garantire un'efficiente interlocuzione con gli emittenti affinché l'informativa cosiddetta "continua" (cioè sugli eventi societari in corso di formazione) sia sempre pienamente rispondente alle esigenze conoscitive della comunità finanziaria (e in particolar modo degli analisti che producono *report* e studi periodici sulle imprese, che spesso hanno un elevato impatto sul processo di formazione dei corsi azionari).

È solo attraverso una stretta interazione con gli emittenti in occasione della "produzione" dell'informativa continua su eventi societari in corso di evoluzione che la Consob può ottenere un effettivo innalzamento del valore aggiunto e della qualità dell'informativa al mercato, in modo da garantire un costante e corretto processo di formazione dei prezzi azionari.

Tra gli intendimenti dell'Istituto c'è anche quello di costituire unità specializzate (anche in funzione dei settori industriali) – nell'ambito delle strutture preposte alla vigilanza sui mercati secondari – in grado di interagire con gli emittenti e con gli analisti finanziari e di verificare che l'informativa al mercato rifletta, per analiticità dei contenuti e tempestività, tutti gli elementi necessari per meglio garantire l'efficienza del processo di formazione dei prezzi.

Questo tipo di controlli rappresenta una prima fase di un processo più strutturato e integrato di vigilanza sull'informativa societaria, che vede il coinvolgimento di altre unità preposte all'analisi dell'integrità dell'informativa contabile e della qualità dei sistemi di controllo di gestione e di controllo interno degli emittenti. Tuttavia, il potenziamento dei controlli sull'informativa continua consente di intercettare tempestivamente i segnali di anomalie che possono implicare sia un eccesso di reazione del mercato rispetto a notizie positive – innescando bolle speculative o forte volatilità – sia, al contrario, una sottovalutazione di elementi di criticità che possono preludere a un brusco precipitare della situazione patrimoniale e finanziaria senza che vi sia una adeguata consapevolezza dell'evoluzione di tali andamenti da parte del mercato. In questi casi, la capacità di intercettare segnali di potenziali anomalie potrà consentire di attivare interventi più mirati e penetranti – che richiedono tempi più lunghi – quali l'analisi della regolarità dell'informativa contabile, la richiesta di dati e notizie o l'audizione dei componenti dell'organo di controllo dell'emittente.

Al fine di cogliere potenziali segnali di anomalie nell'informativa continua è utile anche identificare alcuni "allertatori", basati non solo sull'evoluzione di talune grandezze contabili e di bilancio (per quanto si tratti di elementi informativi di natura "storica" che per tali fini sono di utilità limitata) ma anche sull'andamento di taluni indicatori di mercato quali, ad esempio, le quotazioni dei *credit default swap* o gli *spread* sulle emissioni obbligazionarie, ovvero di indicatori basati su modelli di valutazione del rischio di credito simili a quelli utilizzati dagli stessi intermediari bancari.

Oltre ai citati indicatori di anomalie, il potenziamento della vigilanza sull'informazione finanziaria potrà avvalersi dei segnali tratti dalle indicazioni di tipo prospettico contenute nella cosiddetta informazione "derivata". L'Istituto pertanto adeguerà la propria attività di vigilanza al fine di garantire il coordinamento delle informazioni e di aumentare la capacità di cogliere e interpretare i diversi segnali, talora anche contraddittori, che si manifestano in conseguenza dell'arricchimento del patrimonio informativo a disposizione del mercato. I segnali derivanti dagli studi degli analisti (ad esempio, *target price* e tasso di crescita atteso degli utili) e dalle valutazioni divulgate dalle agenzie di rating potranno rappresentare un ulteriore strumento utile ai fini del rafforzamento della vigilanza sull'informazione finanziaria delle società quotate.

Come già rappresentato nel precedente Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), il Regolamento europeo sulle agenzie di rating consente di effettuare controlli sui giudizi di rating utilizzati nell'Unione Europea. Ciascuna Autorità competente, infatti, potrà esercitare poteri di vigilanza sui soggetti con sede legale sul territorio nazionale (nella veste di Autorità del paese di origine), ovvero ivi operanti tramite succursale e i cui giudizi siano utilizzati per fini regolamentari in modo diffuso e abbiano un impatto significativo (nella veste di Autorità del paese ospitante). Salvo

verificare quale sarà il ruolo effettivo della costituenda Autorità Europea sui mercati finanziari (Esma), la Consob vigilerà sulle agenzie, in funzione del più ampio obiettivo concernente il rafforzamento della qualità dell'informazione derivata, secondo le modalità previste al termine del processo di revisione del Regolamento comunitario in esito alla riforma del sistema di vigilanza europeo.

Per ciò che riguarda i profili di *governance*, come già indicato, il problema strutturale che caratterizza le società quotate italiane deriva dai conflitti di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza, essendo questi ultimi esposti al rischio che gli azionisti di controllo decidano di effettuare operazioni societarie atte a determinare un trasferimento di ricchezza a loro favore.

Le operazioni con parti correlate rappresentano uno degli strumenti principali per realizzare transazioni potenzialmente in danno agli azionisti di minoranza, qualora queste avvengano a prezzi diversi da quelli di mercato. La Consob, anche sulla base delle criticità che si sono manifestate negli ultimi anni, ritiene pertanto di importanza strategica porre in essere iniziative mirate a promuovere il miglioramento dei meccanismi di governo societario, in modo da contenere l'incentivo a comportamenti opportunistici da parte degli azionisti di maggioranza.

Sul piano regolamentare, la nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate, ampiamente illustrata nel precedente Capitolo III (*"L'attività regolamentare"*), configura uno strumento importante per potenziare il controllo esterno del mercato e i meccanismi di controllo interni alle società.

Tale disciplina, infatti, rafforza gli obblighi di trasparenza nei confronti del pubblico e di informativa periodica e, per i profili attinenti alla trasparenza e correttezza procedurale e sostanziale, attribuisce un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'assicurare che le operazioni siano realizzate nell'interesse della società.

Il regolamento definisce una procedura generale (meno complessa) per le operazioni con parti correlate "di minore rilevanza", prevedendo un parere non vincolante di un comitato composto da amministratori non esecutivi né correlati, in maggioranza indipendenti. Per le "operazioni di maggiore rilevanza" è invece prevista una procedura speciale più rigorosa, che contempla il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle trattative e il parere vincolante degli stessi amministratori indipendenti per la delibera dell'organo amministrativo. Qualora il consiglio di amministrazione intenda procedere malgrado l'avviso contrario degli indipendenti, l'operazione deve essere approvata dall'assemblea, che decide – oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile – anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati.

Più in generale, oltre al presidio specifico sulle operazioni con parti correlate, la Consob intende intraprendere un'azione di monitoraggio sistematico della qualità dei sistemi di *governance* delle società, sviluppando un modello per la formulazione di rating di *governance* sulla base sia di informazioni pubblicamente disponibili sia di dati e notizie che verranno richiesti in via sistematica alle società. Tale indicatore sintetico sulla qualità del governo societario consentirà di definire un meccanismo di *benchmarking* mirato all'individuazione delle società più carenti verso le quali attivare azioni di rafforzamento della vigilanza e dell'informativa al mercato.

2.2 La prestazione dei servizi di investimento

L'industria dell'intermediazione mobiliare in Italia, come già ricordato nel Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), è connotata da un assetto fortemente orientato all'attività distributiva, incentrato sulla prestazione di servizi di investimento normalmente a basso valore aggiunto per la clientela, e dall'impostazione di politiche di offerta ispirate a logiche di gruppo.

L'effettiva adesione allo spirito della MiFID richiede agli intermediari di porre al centro delle proprie condotte l'investitore e, in una prospettiva di servizio, di comprenderne ed interpretarne esigenze e bisogni. È necessario integrare l'approccio limitato all'assistenza relativa a singole transazioni o prodotti finanziari (consentito alle condizioni del cosiddetto *execution only*) con un modello di relazione con il cliente volto a instaurare un rapporto duraturo e solidi legami fiduciari nel tempo.

Le evidenze raccolte dalla Consob nel primo ciclo di ispezioni *post-MiFID* presso i principali gruppi bancari hanno mostrato, tuttavia, che in diversi casi le modalità di applicazione della nuova disciplina ancora si caratterizzano per un approccio "segmentato per prodotto" e orientato più alla vendita che all'esecuzione di un incarico per conto e nell'interesse del cliente.

Non è compito dell'Autorità di vigilanza sindacare il merito delle scelte strategiche degli intermediari. Tuttavia, vanno promosse le necessarie coerenze fra le libere scelte strategiche delle imprese e l'approntamento dei proporzionati accorgimenti procedurali, organizzativi e di controllo interno finalizzati a garantire una corretta e trasparente relazione con l'investitore ed una efficace gestione dei conflitti di interessi. Il comportamento del *front office* è, infatti, conseguenza delle scelte strategiche e delle soluzioni procedurali e organizzative adottate dall'alta direzione che possono condizionare fortemente l'indipendenza e la capacità di agire nel migliore interesse del cliente nella prestazione dei servizi di investimento. In tale prospettiva, necessita coerenza con una logica di "servizio al cliente" la modalità di costruzione di budget o di politiche di incentivazione del

personale basate su "campagne" prodotti o su criteri fondati esclusivamente sul volume dei prodotti collocati.

L'esame della coerenza fra scelte strategiche e soluzioni organizzative e procedurali potrà consentire di individuare i soggetti e le aree più esposte al rischio di non conformità e di intervenire in modalità per quanto possibile proattiva (e non soltanto sanzionatoria), valorizzando il confronto concreto con gli intermediari sulle soluzioni necessarie a garantire comportamenti in linea con gli interessi della clientela. Per tale via si potrà realizzare convergenza con i più evoluti approcci di vigilanza che si vanno delineando in ambito europeo, contribuendo ad una parità competitiva delle imprese in un mercato comunitario effettivamente unico. Dinnanzi a mancate valorizzazioni dei richiami di attenzione formulati e a fronte di accertate irregolarità nelle condotte tenute si potranno applicare misure di *enforcement*.

L'obiettivo fondamentale rimane dunque quello di avviare un'azione di verifica sistematica sul campo dell'effettivo rispetto delle norme sull'adeguatezza e sui conflitti di interessi in relazione a transazioni in prodotti e strumenti finanziari, soprattutto con riguardo ai prodotti strutturati e con componenti derivative complesse. La Consob ha avviato alcune azioni di questo tipo anche sulla base di un approccio "ad evento", ponendo in essere controlli di natura ispettiva nella fase immediatamente successiva a quella dell'emissione o del collocamento del prodotto per verificare la coerenza fra le caratteristiche del prodotto stesso e il profilo del cliente, facendo leva su modelli quantitativi di misurazione dei rischi e delle caratteristiche dei prodotti (si veda il paragrafo successivo sui prodotti *non equity*).

Iniziative di tale natura richiedono di essere integrate con verifiche approfondite circa l'effettiva idoneità delle modalità di rilevazione delle informazioni sulle caratteristiche della clientela a fornire gli elementi necessari per una corretta profilatura dei singoli soggetti, soprattutto con riferimento alla propensione al rischio e all'orizzonte temporale di investimento.

In conclusione, se nei due anni circa successivi al recepimento della MiFID la Consob ha avuto come obiettivo quello di "accompagnare" l'industria nel complesso processo di adeguamento alla nuova disciplina, il prossimo obiettivo è quello di attuare una serie di iniziative tese a verificare in concreto l'effettivo rispetto dei doveri di adeguatezza da parte degli intermediari e quindi l'impatto dell'inclusione della consulenza fra i servizi di investimento soggetti a riserva d'attività – e dei più rigorosi presidi previsti per la prestazione di tale servizio rispetto a quelli di natura esecutiva – in termini di innalzamento del livello di tutela degli investitori.

2.3 I prodotti non *equity*

I precedenti obiettivi declinano la strategia che la Consob intende perseguire relativamente alla vigilanza sull'intermediazione mobiliare e la prestazione di servizi di investimento. Si tratta di un approccio che – coerentemente con la disciplina di settore e con i poteri che l'ordinamento assegna all'Istituto – è incentrato sulla vigilanza sui comportamenti dei soggetti vigilati e abbraccia un ampio spettro di decisioni aziendali – tra le quali, ad esempio, quelle riguardanti le procedure operative e il sistema di controlli interni.

A questo approccio di vigilanza che si incentra sul controllo della correttezza dei comportamenti degli intermediari, si deve però affiancare una diversa impostazione della regolamentazione e dei controlli sull'informativa sul "prodotto" nella fase di sollecitazione e offerta al pubblico al fine di offrire agli investitori elementi che consentono di apprezzare immediatamente il profilo di rischio-rendimento dei prodotti e di confrontarlo con prodotti simili presenti sul mercato.

Il miglioramento dell'informativa agli investitori rimane dunque un aspetto importante – soprattutto in relazione ai prodotti strutturati caratterizzati da significativi profili di complessità – in un contesto, come prima indicato, di scarsa diffusione dei servizi di consulenza e di orientamento al "fai da te" molto radicato anche fra le famiglie che non investono quote consistenti della loro ricchezza in depositi e titoli di Stato ma preferiscono strumenti più rischiosi. È quindi importante attivare azioni volte ad assicurare ai risparmiatori che decidono di non avvalersi di servizi di consulenza facile accesso a informazioni semplici e di immediata comprensione sulle caratteristiche dei prodotti che sottoscrivono.

Il riferimento è essenzialmente ai cosiddetti prodotti *non equity*, cioè quelli diversi dalle azioni e dagli strumenti rappresentativi di capitale di rischio di emittenti quotati, e in particolare a quelli strutturati e complessi. Come illustrato nel precedente Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), si tratta di prodotti – quali obbligazioni, polizze a contenuto finanziario e prodotti del risparmio gestito – che rappresentano la principale modalità di investimento del risparmio delle famiglie italiane dopo i depositi e i titoli di Stato.

È stato, inoltre, evidenziato come l'attuale quadro normativo europeo, per quanto in una fase di profonda evoluzione, sia ancora caratterizzato da regole di trasparenza e di condotta differenziate in funzione della veste giuridica e dei canali distributivi attraverso i quali vengono commercializzati i prodotti *non equity* e da standard di trasparenza inadeguati a fornire un'efficace e sintetica rappresentazione del profilo di rischio-rendimento dei prodotti. Ciò rende complesso per gli investitori *retail* valutare adeguatamente la coerenza di un determinato prodotto rispetto ai propri obiettivi di investimento nonché maturare un fondato giudizio sulla

convenienza dell'investimento rispetto a prodotti simili. Questi problemi saranno risolti solo quando diverranno pienamente operative le modifiche alla nuova Direttiva sui fondi comuni (cosiddetta Ucits IV) e alla direttiva Prospetto e si concluderà il progetto sui prodotti preassemblati destinati agli investitori *retail* (cosiddetti *packaged retail investment products* – Prips), ma ciò richiederà verosimilmente un tempo non breve.

La Consob condivide pienamente la necessità di pervenire a un regime di *disclosure* standardizzato per i prodotti *non equity* che elimini le opportunità di arbitraggi regolamentari e veicoli agli investitori in maniera chiara e sintetica le informazioni essenziali sulle caratteristiche del prodotto, sui costi, sulle modalità di disinvestimento e sul profilo di rischio-rendimento. Come in precedenza esposto, l'Istituto, infatti, ha adottato alcune prime azioni volte a perseguire l'impostazione strategica prima delineata, nei limiti consentiti dal quadro normativo vigente, standardizzando l'informativa relativa ai fondi e alle polizze e introducendo alcuni primi elementi di standardizzazione anche con riferimento alle obbligazioni e alla documentazione che gli intermediari collocatori mettono a disposizione della clientela.

La Consob ha inoltre sperimentato, per i prospetti dei fondi e delle polizze, l'adozione di indicatori sintetici di rischio-rendimento particolarmente sofisticati basati su scenari probabilistici che mettono a confronto il rendimento del prodotto con quello di un titolo privo di rischio. Tali indicatori misurano le caratteristiche essenziali dei prodotti finanziari: il livello di rischio, il rendimento atteso e l'orizzonte temporale di investimento ottimale rispetto alle preferenze per la liquidità. I suddetti parametri quantitativi potranno essere utilizzati per arricchire i modelli di supervisione applicati nell'ambito della vigilanza sugli intermediari distributori e sul pieno rispetto delle regole di condotta nella relazione con il cliente. In particolare, essi potranno contribuire alla realizzazione di un'efficiente e tempestiva catalogazione delle caratteristiche intrinseche dei prodotti distribuiti mediante offerte al pubblico nonché all'individuazione dei collocamenti di prodotti particolarmente rischiosi rispetto ai quali la Consob potrà attivare, compatibilmente con le risorse disponibili per interventi ispettivi, iniziative di vigilanza tempestive e mirate.

A livello comunitario, nell'ambito dei lavori per la definizione delle misure di livello 2 della Direttiva Ucits IV in materia di informazioni chiave per gli investitori (Kii), è emerso un approccio che privilegia il ricorso a indicatori sintetici di natura qualitativa (sebbene fondati su metodologie quantitative).

L'Istituto ritiene comunque utile continuare a sviluppare e applicare al proprio interno modelli quantitativi per il calcolo e l'aggiornamento del profilo di rischio dei prodotti *non equity* distribuiti presso la clientela *retail*. Tali indicatori saranno utilizzati per monitorare il grado di sofisticazione dei prodotti distribuiti presso i risparmiatori, per valutare la corretta

rappresentazione della complessità dei prodotti stessi e per verificare la capacità degli intermediari "produttori" e distributori di applicare metodologie adeguate per la valutazione del livello di rischio.

In prospettiva, peraltro, non si può escludere a priori che l'evoluzione del dibattito in ambito comunitario, in particolare nei lavori sul progetto Prips e sulle misure di livello 2 della direttiva sul prospetto, possa portare a valutare un approccio che prenda in considerazione quello adottato dalla Consob, quanto meno per i prodotti strutturati più complessi (obbligazioni strutturate, *covered warrant*, fondi a formula, polizze *index linked*).

2.4 I mercati

La frammentazione degli scambi indotta dalla MiFID, come si è avuto modo di sottolineare nel Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), ha avuto riflessi negativi sulla completezza e affidabilità dell'informazione sulle transazioni su strumenti finanziari. Vista la centralità della qualità dell'informazione ai fini del controllo della regolarità degli scambi e della vigilanza sugli abusi del mercato, la Consob avvierà un'attività sistematica di monitoraggio articolata su tre profili.

Il primo concerne la corretta interpretazione e applicazione nel contesto domestico delle misure di livello 3 emanate dal Cesr, e riprese nelle successive Comunicazioni Consob, in tema di formato e modalità di pubblicazione delle informazioni, connesse all'assolvimento degli obblighi di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione.

Il secondo profilo riguarda il rafforzamento della vigilanza attraverso la predisposizione di sistemi informatizzati che consentano l'analisi su base sistematica delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione pubblicate dalle diverse sedi di negoziazione e dai soggetti abilitati (ovvero dal canale utilizzato), allo scopo di verificarne contenuto, tempistica, modalità di pubblicazione, accuratezza e accessibilità agli investitori. La crescente frammentazione degli scambi e la molteplicità dei canali utilizzati per rendere disponibili al pubblico le informazioni richiedono il ricorso a procedure informatizzate, che si baseranno fondamentalmente sull'incrocio delle informazioni pubblicate dagli intermediari e dalle diverse *trading venues* con quelle contenute nel database sul *transaction reporting*, al fine di rilevare tempestivamente eventuali incongruenze fra l'informativa resa disponibile al pubblico e quella segnalata alle Autorità di vigilanza.

A tal fine è però necessaria un'attività di verifica sistematica della correttezza delle informazioni segnalate alla Consob dagli intermediari ai fini del *transaction reporting*. L'affidabilità e la completezza di tali informazioni, oltre ad avere rilevanza per la vigilanza sul rispetto delle norme a tutela dell'integrità dei mercati (ad esempio, in materia di abusi e vendite allo scoperto), costituiscono presupposto per la vigilanza sul rispetto degli

obblighi in materia di contenuti e modalità di pubblicazione delle informazioni sulle transazioni concluse fuori mercato (Otc) ovvero su sistemi multilaterali di scambio.

La Consob parteciperà attivamente al monitoraggio del processo di revisione della MiFID, che sarà avviato mediante il conferimento di specifici mandati al Cesr da parte della Commissione Europea, con l'obiettivo di promuovere una maggiore armonizzazione nell'interpretazione e applicazione della disciplina comunitaria (al fine di ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e possibili ripercussioni negative sulla piazza finanziaria italiana) e di contrastare la tendenza alla diminuzione del livello di trasparenza delle negoziazioni.

Per i motivi illustrati nel precedente Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), i temi che la Consob ritiene più critici riguardano il regime delle deroghe agli obblighi di trasparenza *pre-negoziazione* (per gli strumenti azionari), la regolamentazione delle fattispecie che attualmente sfuggono all'ambito di applicazione della disciplina e le negoziazioni di strumenti *non equity*, relativamente alle quali è necessario valutare ipotesi di estensione parziale della disciplina di trasparenza prevista per le azioni.

3 I rapporti con i risparmiatori

3.1 La Camera di conciliazione e arbitrato

La Camera di conciliazione e di arbitrato, istituita in attuazione del d.lgs. 179/2007, è chiamata a svolgere un ruolo importante nella composizione delle controversie tra investitori *retail* e intermediari per la violazione da parte di questi ultimi di obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali in materia di servizi di investimento. L'attività di questo organismo potrà concorrere, pertanto, a ricreare un clima di fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari, consentendo la soluzione di eventuali conflitti in modo rapido, economico ed efficace.

Dopo aver approvato a fine 2008 il regolamento che detta le disposizioni attuative del d.lgs. 179/2007 in materia di composizione, funzioni e funzionamento della Camera, nel corso del 2009 la Consob ha proceduto a nominare i membri del Collegio, 2 dei quali sono stati designati rispettivamente dal Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti e dalle associazioni di categoria degli intermediari maggiormente rappresentative (Abi, Assogestioni, Assoreti e Assosim).

La Consob provvederà, inoltre, a mettere a disposizione del Collegio Camerale una sede, spazi e attrezzature tecniche adeguate allo svolgimento delle proprie funzioni presso la nuova sede di via Campania in Roma.

La Camera, insediatasi lo scorso 13 novembre, ha avviato l'esame coordinato delle disposizioni di legge e del Regolamento Consob approfondendone la *ratio* e la finalità, con l'intento di definire i principali adempimenti da compiere al fine di assicurare la piena operatività del sistema.

Sulla base di questo esame, il Collegio ha adottato, nel febbraio 2010, il proprio Statuto e il Codice deontologico dei conciliatori e degli arbitri, entrambi i quali sono stati approvati dalla Consob nel mese di marzo.

Il Collegio ha avviato, inoltre, la definizione degli elenchi dei conciliatori e degli arbitri ai quali, nel sistema amministrato dalla Camera, è affidata la concreta gestione delle controversie. A tale attività viene attribuita particolare importanza, poiché la qualità dei servizi resi dalla Camera è strettamente connessa alla disponibilità di professionisti diffusi sul territorio nazionale e dotati di requisiti di indipendenza, imparzialità, onorabilità e alto livello professionale. In tale ottica, la Camera intende anche impegnarsi nella formazione dei propri conciliatori e arbitri, organizzando corsi sulle materie oggetto delle controversie che saranno chiamati a gestire e, limitatamente ai conciliatori, anche nelle tecniche di composizione delle liti.

3.2 Le iniziative di *investor education*

La Consob è da tempo impegnata anche nell'attuazione di iniziative finalizzate all'innalzamento del livello medio della cultura finanziaria degli investitori *retail*, anche allo scopo di rafforzare i presupposti alla base di scelte di investimento consapevoli nonché alimentare la fiducia nei mercati finanziari. La recente crisi ha riproposto con evidenza le criticità legate al basso livello di educazione finanziaria nel nostro Paese nonché la necessità di interventi mirati e al tempo stesso capillari, sia per il novero delle Istituzioni che dovrebbero essere coinvolte sia per la platea dei destinatari che dovrebbero essere raggiunti.

Tra le iniziative avviate di recente in materia, si segnala quella che vede coinvolte anche Banca d'Italia, Isvap, Covip e AGCM concernente la creazione di una piattaforma *web*, comune alle Autorità, nella quale far confluire i rispettivi contributi in materia di educazione finanziaria. Il portale, che in una prima versione sarebbe accessibile entro giugno 2010, si articolerebbe in un'area "generale", dedicata alle informazioni comuni ai programmi di educazione finanziaria delle istituzioni coinvolte (principi, raccomandazioni, un dizionario economico, una sezione di risposta alle domande più frequenti) e in un'area "specificata" (bancaria, finanziaria, assicurativa, previdenziale e di tutela della concorrenza) nella quale sarebbero

agevolmente reperibili informazioni riferibili alle competenze delle singole Autorità.

Al ridotto livello di educazione finanziaria nel nostro Paese si associano errori di valutazione e di preferenze, che trovano ormai numerosi riscontri nella ricerca empirica e nell'evidenza sperimentale riconducibile alla cosiddetta finanza comportamentale, ossia alla branca dell'analisi economica delle scelte in condizioni di incertezza (tra le quali, quelle di investimento) che utilizza l'apparato teorico della psicologia cognitiva per studiare i processi di acquisizione ed elaborazione delle informazioni.

Secondo gli studiosi di finanza comportamentale, l'analisi e la comprensione dei problemi più complessi risentono dell'applicazione di regole approssimative, che consentono di semplificare e di rendere trattabili fenomeni altrimenti poco comprensibili, e della rilevanza di meccanismi percettivi e cognitivi non sempre coerenti con l'ipotesi di razionalità.

Conoscere le effettive percezioni dei fenomeni e le componenti psicologiche e irrazionali alla base dell'agire degli individui può rivelarsi utile per il potenziamento dell'*investor education*. Quest'ultima, infatti, può essere indirizzata ad affrontare le carenze che derivano sia dalla scarsa cultura finanziaria, sia dalla propensione a utilizzare regole approssimative e meccanismi percettivi distorti.

Compatibilmente alla disponibilità di risorse umane e finanziarie, è pertanto nei programmi della Consob avviare iniziative di educazione finanziaria che, riflettendo i principi e le indicazioni della finanza comportamentale, siano tese a migliorare non solo la capacità di giudizio degli investitori, ma anche l'attitudine a riconoscere le principali "trappole" comportamentali che possono inficiare il processo decisionale.

Il tema della finanza comportamentale sarà al centro anche della quinta conferenza internazionale in materia di educazione finanziaria organizzata dall'Ocse in collaborazione con Banca di Italia per il prossimo giugno e alla quale parteciperà anche la Consob. In quella sede i partecipanti saranno chiamati a discutere anche sui metodi di misurazione dei livelli di educazione finanziaria e della valutazione d'impatto delle iniziative promosse nelle scuole e dei riflessi dell'educazione finanziaria sulle scelte previdenziali.

4 Le risorse e la gestione dell'Istituto

La capacità della Consob di conseguire effettivamente gli obiettivi indicati in precedenza presuppone necessariamente il completamento della pianta organica, oltre che investimenti in formazione e sistemi informativi indispensabili per supportare l'azione di vigilanza nelle aree precedentemente indicate.