



Senato della Repubblica

6<sup>a</sup> Commissione permanente (Finanze e Tesoro)

**Indagine conoscitiva sulle questioni attinenti  
all'attuazione della legge 28 dicembre 2005, n. 262,  
recante "Disposizioni per la tutela del risparmio  
e la disciplina dei mercati finanziari"**

Audizione del Presidente della Consob

Lamberto Cardia

Roma, 27 settembre 2006

## Indice

	Pag.
1 Premessa .....	1
2 Gli interventi correttivi del Governo .....	4
3 Ulteriori aspetti critici e interventi ipotizzabili .....	8
Il perfezionamento del modello di vigilanza per finalità .....	8
Conflitti d'interessi .....	10
Disciplina degli emittenti quotati .....	11
Società di revisione .....	12
Società con sede nei "paradisi legali" .....	14
Quotazione delle società di gestione del mercato .....	14
Sistema di indennizzo e fondo di garanzia .....	15
Disciplina sanzionatoria .....	16
4 La Consob nel nuovo contesto normativo .....	17

## **1. PREMESSA**

La legge 28 dicembre 2005, n. 262, giunta dopo un dibattito parlamentare avviato con una indagine conoscitiva e durato due anni, realizza una articolata riforma della disciplina del mercato finanziario.

Essa è frutto di un ampio progetto che mira ad affrontare l'intero spettro dei problemi emersi nei noti scandali societari e realizza interventi significativi in materia di regole di governo delle società quotate, di disciplina dei controlli contabili, di offerta di prodotti finanziari e di tutela dei risparmiatori.

Si tratta di interventi in larga parte condivisibili. Tuttavia, forse anche a motivo dell'improvvisa accelerazione dell'*iter* di approvazione impressa alla fine del 2005 – che ha impedito una revisione finale del testo predisposto – la legge presenta aspetti critici, alcuni dei quali vanno anche al di là dei pur necessari interventi di coordinamento che sono oggetto della specifica delega attribuita al Governo.

In primo luogo, nel comprensibile intento di rispondere il più puntualmente possibile alle carenze emerse con le crisi societarie, è prevalso, soprattutto in alcune aree, un approccio eccessivamente "sintomatico", volto cioè a intervenire direttamente e con norme di dettaglio sui sintomi più evidenti delle patologie manifestatesi, non sempre assicurando un'adeguata valutazione della coerenza complessiva del quadro normativo e del necessario equilibrio tra costi e benefici delle regole.

Inoltre, non sempre si è tenuto conto della compatibilità delle norme con la necessaria evoluzione del quadro normativo indotta dalle direttive europee di prossimo recepimento.

Infine, permangono margini di non coerenza nella definizione dei compiti e delle responsabilità delle autorità di vigilanza secondo il principio della ripartizione per finalità, cui non può adeguatamente sopperire il pur necessario rafforzamento delle forme di coordinamento tra le Autorità.

Per questi motivi, da un lato, si reputa necessario procedere, nell'ambito della delega attribuita al Governo, ad interventi migliorativi, su molti dei quali appare registrarsi un ampio consenso.

Dall'altro, emerge l'opportunità di perseguire una maggiore organicità e coerenza del quadro normativo complessivo nell'ambito dell'intensa attività legislativa che sarà necessario realizzare nei prossimi mesi per l'attuazione di alcune direttive comunitarie di particolare valenza. Si tratta delle direttive sull'opa, sui prospetti, sulla trasparenza degli emittenti, sui mercati e gli intermediari<sup>1</sup>, per le quali le procedure di recepimento presentano già ritardi. L'intervento legislativo, al termine del quale il Testo Unico della Finanza (TUF) verrà ad assumere una nuova fisionomia complessiva, dovrà essere il più possibile unitario, evitando la stratificazione di singoli e separati interventi imposti dalle disposizioni comunitarie o nazionali.

La legislazione sul risparmio sta quindi vivendo una fase di piena e positiva maturazione.

Come tutti i percorsi evolutivi essa è il frutto di miglioramenti e perfezionamenti successivi che beneficiano, come sta succedendo per la legge 262, di un confronto aperto e costruttivo tra autorità politiche, istituzioni amministrative, associazioni di categoria e dei consumatori.

Già con la normativa di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato sono state soddisfatte istanze formulate più volte dalla Consob nel passato; è stata potenziata la struttura di vigilanza; è stato valorizzato il ruolo della Commissione quale autorità indipendente e neutrale a tutela del buon funzionamento del mercato.

L'attività della Consob, in sintonia con il processo legislativo, ha subito una positiva evoluzione che si è già tradotta, nelle recenti vicende di crisi, in interventi di vigilanza caratterizzati da efficacia e tempestività, in un contesto di riconosciuta neutralità ed indipendenza.

Il valore fondamentale dell'indipendenza trova potenzialità espressive ancor più positive in un quadro normativo e operativo di accresciuta collaborazione tra le Istituzioni.

Con questo spirito, va considerata soluzione equilibrata la possibilità di invitare alle riunioni del CICR la Consob e le altre Autorità di settore. Si tratta di una soluzione che rispetta due fondamentali principi: la salvaguardia dell'indipendenza delle autorità amministrative e l'apporto di qualificate competenze tecniche su materie specifiche. La capacità del Paese di agire come sistema nell'affrontare problemi complessi e di interesse generale trova così una sede qualificata di esame e di confronto.

Nuovo impulso alla collaborazione istituzionale deriva anche dalle norme della riforma che introducono principi forti, ma al tempo stesso flessibili, di organizzazione dei rapporti tra Autorità.

Strumento fondamentale di tale collaborazione è lo scambio di informazioni utili all'esercizio della vigilanza con le diverse finalità e nel rispetto reciproco dell'indipendenza di ciascuna Autorità nel perseguimento dei propri obiettivi istituzionali.

## **2. GLI INTERVENTI CORRETTIVI DEL GOVERNO**

I recenti interventi correttivi del Governo, confluiti nello schema di decreto legislativo attualmente all'esame delle competenti Commissioni parlamentari, realizzano - per quanto consentito dalla delega *ex art.* 43 della legge n. 262/2005 – positivi perfezionamenti della nuova disciplina, favorendone l'integrazione con la consolidata normativa del TUF e con le disposizioni di fonte comunitaria.

Nella materia dell'offerta di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, assoggettata dalla legge n. 262 alla disciplina della sollecitazione e delle regole di condotta stabilite dal TUF, sono stati risolti taluni problemi interpretativi e di coordinamento consentendo una più compiuta applicazione a tali prodotti delle norme già applicabili agli altri strumenti finanziari<sup>2</sup>.

Con riferimento alla disciplina della circolazione dei prodotti finanziari, contenuta nel nuovo art. 100-*bis* del TUF, la soluzione ipotizzata dallo schema di decreto legislativo, derivante dalla disciplina comunitaria sulle offerte pubbliche, consente di ricondurre la normativa nell'alveo naturale delle misure volte a evitare elusioni alla disciplina sulla sollecitazione del pubblico risparmio<sup>3</sup>.

In tale contesto, il nuovo testo dell'art. 100-*bis* prevede una presunzione di sussistenza di un'offerta pubblica se, entro 12 mesi dall'offerta rivolta unicamente a investitori qualificati, gli strumenti finanziari vengano sistematicamente rivenduti al pubblico, sempre che siano superati anche i limiti quantitativi di esenzione. Si tratta, quindi, di una presunzione di carattere qualitativo, fondata sull'accertamento di una rivendita "sistematica", che consente di distinguere fra vendite rientranti in una ordinaria esecuzione di ordini ricevuti da clienti ed operazioni che - per la loro diffusione, concentrazione o numerosità - configurino uno stravolgimento dell'originaria destinazione agli investitori qualificati degli strumenti finanziari.

Nella materia della *governance* degli emittenti quotati, lo schema di decreto governativo prevede la soppressione, da più parti auspicata, della disposizione che introduce la prescrizione obbligatoria del voto a scrutinio segreto per le elezioni alle cariche sociali (art. 147-*ter*, comma 2, del TUF).

Tale disposizione era subito apparsa in aperta contraddizione con lo spirito stesso della riforma che intendeva privilegiare il rafforzamento della trasparenza degli assetti proprietari e del governo societario<sup>4</sup>.

Ulteriori condivisibili perfezionamenti riguardano le previsioni in materia di elezione degli organi sociali (con riferimento alle liste di minoranza), di presenza di amministratori indipendenti e di requisiti per la sollecitazione delle deleghe di voto.

Le modifiche rendono la disciplina più flessibile consentendo di tener conto delle diverse caratteristiche dimensionali e degli assetti proprietari delle società quotate. Ne risulta rafforzato il ruolo delle minoranze azionarie nel governo societario, riducendo nel contempo i rischi di comportamenti ostruzionistici.

Anche nella materia delle società di revisione lo schema di decreto legislativo apporta alla legge di riforma emendamenti, alcuni dei quali auspicati anche dalla Consob, finalizzati a rendere più efficace la normativa e più funzionale l'ambito di applicazione dei controlli della Consob.

Utili perfezionamenti hanno ad oggetto:

- la soppressione della disposizione che attribuisce alla Consob il potere di vietare l'esecuzione delle deliberazioni di conferimento degli incarichi di revisione<sup>5</sup>;
- il ripristino della previsione del conferimento d'ufficio dell'incarico di revisione da parte della Consob in caso di inerzia della società<sup>6</sup>;
- una migliore formulazione della norma relativa alla rotazione del *partner* (art. 160, comma 1-*quater*);
- la modifica del periodo di durata dell'incarico.

Positiva appare anche l'attribuzione all'organo di controllo interno di un ruolo di rilievo nel conferimento e nella revoca dell'incarico di revisione (proposta motivata all'assemblea); l'esigenza sottesa a tale disposizione potrebbe peraltro essere ugualmente soddisfatta con la previsione di un parere vincolante sulla

proposta dell'organo di gestione, evitando di coinvolgere i componenti l'organo di controllo in scelte di natura gestionale.

Gli interventi proposti nello schema di decreto, per quanto attiene alle materie dei piani di assegnazione di strumenti finanziari (art. 114-*bis* del TUF) e dei codici di comportamento (art. 124-*ter* del TUF) si riconnettono all'esigenza di ricondurre il ruolo della Consob, per tali fattispecie, nell'alveo dell'attività di vigilanza sulla trasparenza che le è propria e che è stata rafforzata dalla legge di riforma. Si è in tal modo evitato il coinvolgimento dell'Istituto in valutazioni di merito riconducibili più propriamente a scelte gestionali sottoposte alla vigilanza degli organi di controllo interno.

Vanno in tal senso l'abolizione delle previsioni che richiedevano alla Consob, da un lato, di disciplinare i piani di assegnazione di strumenti finanziari con l'obiettivo di evitare comportamenti contrastanti con l'interesse della società; dall'altro, di vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti dagli emittenti a seguito dell'adesione a codici di comportamento<sup>7</sup>.

Particolare apprezzamento merita l'integrazione dell'art. 24 della legge n. 262/2005 prevista nello schema di decreto legislativo al fine di limitare, ai soli casi di dolo o colpa grave, la responsabilità civile della Banca d'Italia, della Consob, dell'Isvap e della Covip per danni cagionati nell'esercizio delle rispettive funzioni.

L'integrazione proposta si riconnette all'esigenza di rafforzare l'indipendenza delle Autorità di vigilanza, presupposto necessario per la tutela degli interessi costituzionalmente rilevanti ad esse affidati. Infatti, l'indipendenza, come riconosciuto nei principi internazionali della IOSCO, richiede che l'ordinamento giuridico assicuri all'Autorità di vigilanza, e a chi vi opera, adeguata protezione in relazione all'attività svolta "*bona fide*" nell'esercizio dei propri compiti istituzionali, ferma restando la sindacabilità delle decisioni secondo i principi costituzionali. L'assenza di tale disciplina era stata rilevata anche dal Fondo Monetario Internazionale.

La soluzione prescelta rappresenta un giusto punto di equilibrio tra l'esigenza di tutela degli investitori e la possibilità per le Autorità di operare con efficacia e senza tentazioni di burocratica prudenza.

### **3. ULTERIORI ASPETTI CRITICI E INTERVENTI IPOTIZZABILI**

Le proposte del Governo di emendamento e di integrazione della disciplina del TUF e della legge n. 262/2005, circoscritte agli ambiti consentiti dalla disposizione di delega, non esauriscono il novero degli interventi di perfezionamento che si renderebbero utili, e talora necessari, per un miglior perseguimento degli obiettivi della riforma.

#### **3.1 Il perfezionamento del modello di vigilanza per finalità**

Dalla riforma emerge un segnale chiaro, ma ancora parziale, in favore del modello di vigilanza per finalità. Va in tale direzione l'estensione ai prodotti finanziari emessi da banche e da assicurazioni

della disciplina sulla sollecitazione e delle regole di correttezza previste dal Testo unico della finanza.

Questa impostazione, rafforzata dagli interventi emendativi previsti dal Governo con riguardo alla disciplina dell'offerta di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, consente di superare un'anomalia dell'ordinamento, ripetutamente segnalata dalla Consob, e soprattutto riconosce alla Commissione la funzione primaria di Autorità di vigilanza sulla trasparenza e correttezza con riguardo all'intera gamma dei servizi di intermediazione mobiliare e dei prodotti a contenuto finanziario.

Non sempre risulta tuttavia assicurata la necessaria coerenza e omogeneità del disegno.

Così, nel campo del risparmio gestito, restano affidate alla Banca d'Italia competenze in materia di ripartizione dei rischi e di approvazione del regolamento di gestione degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr). Aspetti, questi, che in realtà attengono a profili di trasparenza e correttezza<sup>8</sup>, così come riconosciuto nel caso delle gestioni individuali, in cui tali profili sono invece sottoposti alla vigilanza della Consob.

L'attribuzione alla Consob delle predette competenze consentirebbe una più razionale configurazione per finalità del sistema dei controlli, rendendo evidente che la vigilanza della Banca d'Italia sul "contenimento del rischio" è da riferire al rischio proprio dei soggetti abilitati, mentre le competenze inerenti al rischio sopportato dagli investitori rientrano nell'alveo di pertinenza della Consob.

Per contro, non funzionali ai compiti istituzionali della Consob appaiono le competenze ad essa attribuite dalla legge sul risparmio in

materia di trasparenza bancaria. Si tratta, infatti, di competenze accessorie a quelle della Banca d'Italia, attinenti a prodotti "bancari puri" non rientranti negli ambiti tradizionalmente spettanti all'Istituto.

Disomogeneità e sovrapposizioni si riscontrano anche nell'area dei prodotti previdenziali.

Infatti, il d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 (*Disciplina delle forme pensionistiche complementari*) ha disciplinato la materia dei fondi pensione delineando un sistema di vigilanza "per soggetti" affidato, anche per la materia della trasparenza, in via esclusiva alla Covip.

Tale sistema non appare in linea con il "principio della finalità dei controlli" confermato, in materia di sollecitazione all'investimento, dalla legge n. 262/2005 anche per i prodotti previdenziali<sup>9</sup>.

### **3.2 Conflitti d'interessi**

Implicazioni in termini di riassetto delle competenze delle Autorità di vigilanza del mercato finanziario sono riscontrabili anche nella materia dei conflitti di interessi.

La disciplina prevista - da attuarsi mediante l'esercizio di una delega governativa (di cui risulta peraltro scaduto il termine il 12 luglio 2006) e l'emanazione di un regolamento della Banca d'Italia, sentita la Consob - si basa sull'imposizione di norme prescrittive rigide e con elevato livello di dettaglio su questioni attinenti le scelte d'investimento nella gestione del risparmio e i modelli organizzativi degli intermediari polifunzionali<sup>10</sup>. Tali previsioni appaiono in contrasto con i principi in tema di conflitto di interessi dettati dalla Direttiva MIFID che attribuisce agli intermediari la responsabilità di

adottare specifiche misure organizzative idonee all'identificazione e alla successiva gestione delle situazioni di conflitto.

Appare pertanto opportuno che, adottando un approccio più compatibile con la normativa comunitaria, si preveda una disciplina unitaria dell'istituto del conflitto di interessi nella prestazione dei servizi d'investimento, che comprenda anche le varie forme di gestione del risparmio. In tale quadro le relative competenze di regolamentazione e vigilanza dovrebbero essere assegnate alla Consob, in ossequio al criterio di ripartizione per finalità delle attribuzioni delle autorità. Le norme regolamentari della Consob potrebbero essere rese con il parere delle competenti Autorità di settore (Banca d'Italia per gli OICR, Isvap per i prodotti assicurativi e Covip per i prodotti di previdenza complementare).

### **3.3 Disciplina degli emittenti quotati**

Relativamente al collegio sindacale, appare opportuno il ripristino della norma, soppressa nel testo finale della legge, che consentiva a tale organo di denunciare al tribunale, ai sensi dell'art. 2409 del codice civile, il fondato sospetto di gravi irregolarità commesse dagli amministratori anche nelle ipotesi in cui queste non fossero suscettibili di recare danno alla società.

Perfezionamenti potrebbero inoltre essere apportati alla disciplina introdotta dall'art. 148-*bis* in materia di limiti al cumulo degli incarichi assumibili dai membri dell'organo di controllo, al fine di individuare in termini più generali i parametri cui deve riferirsi la

Consob nella disciplina regolamentare di attuazione e di prevedere il suo intervento, in caso di superamento del limite, nella ipotesi di inerzia della società, al pari di quanto previsto per le altre cause di decadenza. È da segnalare a questo proposito che il problema di limitare il cumulo degli incarichi potrebbe porsi anche per i membri degli organi di gestione, in particolare per gli amministratori indipendenti. A volte è infatti dato assistere a un proliferare di incarichi in capo alle stesse persone, spesso in società dello stesso gruppo o collegate; se ciò consente di fornire apporti di esperienza e di conoscenza, può rendere meno incisivo il loro contributo alla dialettica societaria e all'esercizio di una costante vigilanza sulle scelte gestionali.

Interventi migliorativi potrebbero riguardare il nuovo art. 117-*bis* del TUF, che dispone l'assoggettamento all'obbligo di prospetto di quotazione dei casi di fusione per incorporazione di una società non quotata in una quotata, laddove la prima presenti una dimensione degli attivi significativamente superiore a quella della società incorporante. Tale disposizione, di cui sono evidenti le finalità antielusive, potrebbe essere più genericamente riferita ad operazioni di acquisizione di attività<sup>11</sup>.

### **3.4 Società di revisione**

Oltre agli interventi migliorativi contenuti nello schema di decreto legislativo di coordinamento, ulteriori modifiche della disciplina del TUF dovrebbero essere apportate in materia di revisione

contabile al fine di renderla maggiormente coerente con la disciplina europea del controllo di qualità sulle società di revisione.

Tali interventi potrebbero riguardare, in primo luogo, l'art. 162 del TUF, concernente l'attività di vigilanza della Consob, con l'introduzione di uno specifico potere dell'Autorità di richiedere alla società vigilata, a verifica conclusa, l'adozione di misure correttive organizzative e procedurali e con l'applicazione di sanzioni in caso di inottemperanza.

Inoltre, gli strumenti di vigilanza a disposizione della Consob, di cui all'art. 163 del TUF, potrebbero essere potenziati mediante l'introduzione di un potere cautelare da esercitare nei confronti delle società di revisione in caso di fondato sospetto di irregolarità laddove esigenze di tutela del mercato richiedano un intervento immediato incompatibile con la tempistica propria dei provvedimenti sanzionatori<sup>12</sup>.

Infine, approfondimenti merita la previsione dell'art. 161, comma 4, del TUF che, in materia di copertura dei rischi dell'attività di revisione, prevede il compito della Consob di stabilire annualmente l'ammontare della garanzia dovuta dalle società di revisione<sup>13</sup>.

Nell'esperienza internazionale, la materia è normalmente lasciata alla libera iniziativa degli operatori. Anche l'VIII direttiva in materia societaria non attribuisce competenze alle Autorità di vigilanza e la materia è tuttora oggetto di esame a livello comunitario.

In tale contesto, e tenuto conto dell'iniziativa in corso presso la Commissione europea, è da valutare se permanga l'opportunità di mantenere questa previsione.

### **3.5 Società con sede nei “paradisi legali”**

Le norme introdotte nel TUF dalla legge n. 262/2005 in materia di trasparenza delle società estere aventi sede nei cd. “paradisi legali” (artt. da 165-*ter* a 165-*septies*), se condivisibili nella *ratio*, pongono questioni applicative e sono suscettibili di perfezionamenti intesi ad accrescerne l’efficacia.

Un aspetto problematico è rappresentato dalla eccessiva rigidità dei criteri per l’individuazione degli Stati rientranti nella definizione di “paradisi legali” che potrebbero portare all’inclusione di Stati che non presentano criticità<sup>14</sup>.

Sembra anche opportuno delimitare meglio l’ambito di applicazione della nuova disciplina, concentrando l’attenzione sulle fattispecie più direttamente riconducibili alla finalità di assicurare la trasparenza degli assetti patrimoniali e reddituali dei gruppi che comprendono società quotate o con titoli diffusi<sup>15</sup>.

### **3.6 Quotazione delle società di gestione del mercato**

La prevista facoltà di quotazione delle società di gestione del mercato rende necessario considerare il tema degli assetti proprietari di tali società, della loro stabilità e dei tetti ai possessi azionari eventualmente stabiliti a livello statutario. Al riguardo, la disciplina prevista potrebbe essere integrata con l’attribuzione alla Consob di adeguati poteri finalizzati ad assicurare che i possibili cambiamenti negli assetti proprietari e di controllo delle società di gestione non

compromettano l'ordinato funzionamento del mercato e la tutela dei risparmiatori. Sarebbe pertanto opportuno prevedere, coerentemente con quanto disposto dalla Direttiva MIFID, che la Consob debba approvare le disposizioni statutarie delle società di gestione in materia di partecipazioni azionarie e di governo societario e che possa rifiutare, con provvedimento motivato, l'approvazione di eventuali cambiamenti negli assetti di controllo e nella direzione delle attività del mercato, quando per ragioni obiettive tali cambiamenti mettano a repentaglio l'integrità del mercato stesso.

### **3.7 Sistema di indennizzo e fondo di garanzia**

Le previsioni concernenti l'indennizzo a favore dei risparmiatori e investitori per inadempimento degli obblighi derivanti dalla disciplina dell'intermediazione potrebbero essere perfezionate precisando che l'accertato inadempimento non comporta automaticamente l'avvio di un procedimento sanzionatorio da parte della Consob<sup>16</sup>.

Inoltre la gestione del fondo di garanzia, invece che alla Consob, potrebbe essere conferita a un soggetto appositamente costituito, al pari di quanto contemplato dalla disciplina di altri fondi di indennizzo già esistenti.

### **3.8 Disciplina sanzionatoria**

Gli interventi operati dalla legge n. 262/2005 sul regime sanzionatorio, di ampia rilevanza, potrebbero essere oggetto di alcuni perfezionamenti.

In primo luogo, per esigenze di semplificazione e di maggiore efficienza delle procedure sanzionatorie, appare necessario ripristinare la disciplina introdotta nel testo licenziato dalla Camera, poi soppressa nell'esame presso il Senato, che riferiva la responsabilità per le violazioni amministrative direttamente alla persona giuridica, e non più alle persone fisiche imputabili di tali violazioni, con introduzione generalizzata dell'obbligo di rivalsa (se del caso, fortemente sanzionato in ipotesi di omesso o ritardato esercizio) nei confronti degli esponenti aziendali autori della violazione<sup>17</sup>.

Inoltre, per evitare sanzioni di importo eccessivo, potrebbero essere escluse dal processo di quintuplicazione, operato dall'art. 39, comma 3, della Legge sul Risparmio, le sanzioni amministrative pecuniarie contenute nel TUF già modificate ovvero introdotte dall'art. 9 della legge comunitaria 2004 (Legge n. 62/2005) in materia di abusi di mercato; l'effetto moltiplicativo, pur se limitato alle sole sanzioni massime, sarebbe in grado di mantenere una opportuna flessibilità del sistema.

#### **4. LA CONSOB NEL NUOVO CONTESTO NORMATIVO**

Nel corso dei prossimi mesi l'articolato processo di revisione normativa avviato con il recepimento della Direttiva *market abuse* e con la Legge sul Risparmio giungerà a completamento, prefigurando una disciplina compiuta ed adeguata del mercato finanziario.

A ciò contribuiranno, oltre ai perfezionamenti della Legge sul Risparmio già proposti dal Governo, ulteriori interventi migliorativi che, come si auspica, il Parlamento vorrà attuare al termine della presente indagine conoscitiva.

A consolidare e completare il quadro delle riforme legislative concorrerà il recepimento di importanti direttive comunitarie di settore, da attuarsi superando i ritardi finora riscontrati. Potrà essere definita una disciplina, ad alto tasso di armonizzazione a livello europeo, adeguata alle esigenze di un mercato sempre più integrato.

Per un migliore raggiungimento degli obiettivi perseguiti dalla riforma legislativa si conferma la convinzione più volte espressa che si proceda alla piena attuazione di un modello di vigilanza per finalità sul mercato finanziario, già presente nel Testo Unico della Finanza e riaffermato nella Legge sul Risparmio.

In presenza di una crescente integrazione settoriale, modelli di regolazione e di vigilanza che privilegino specificità di settore rischiano infatti di essere poco efficaci rispetto all'attività di intermediari polifunzionali che trattano prodotti sostanzialmente omogenei, gravano gli operatori di maggiori costi e oneri amministrativi e non consentono una chiara attribuzione della responsabilità dei controlli.

È quindi da valutare positivamente l'intenzione espressa dal Governo di procedere in tal senso, anche se si è consapevoli delle difficoltà di un siffatto intervento e delle resistenze che ad una sua totale realizzazione potrebbero determinarsi. Il momento attuale, denso di fermenti e di attese, è però nel suo genere unico per cui si auspica che possa essere colta l'occasione per esprimere un vasto consenso a una piena riforma di un sistema di controlli per finalità, che, oltre a favorire il mercato, riscuoterebbe anche vivo apprezzamento in sede internazionale.

Per dispiegare appieno i suoi effetti, la nuova normativa richiede un'imponente mole di atti secondari, rimessa all'azione delegata del Governo e alla potestà regolamentare delle Autorità di vigilanza.

Per quanto riguarda la Consob, è in corso la definizione dei contenuti delle norme regolamentari da emanarsi entro il 12 gennaio 2007 attuando le procedure di consultazione e di analisi di impatto previste dalla nuova legge. Si tratta di un impegno particolarmente gravoso, che si associa ai lavori per il recepimento di direttive comunitarie in scadenza o già scadute. Gli interventi regolamentari riguardano materie complesse, alcune delle quali nuove per l'attività della Consob, quali gli obblighi di trasparenza relativi ai prodotti "etici"; la disciplina relativa ai limiti al cumulo degli incarichi da parte dei sindaci; la definizione di un regime di incompatibilità e di indipendenza dei revisori; la disciplina delle società stabilite nei "paradisi legali".

L'attuazione della nuova normativa richiede anche la messa in atto di efficaci strumenti di natura operativa.

In tale ambito, la Consob ha già definito, nel mese di maggio, una convenzione con la Guardia di Finanza per dare immediata attuazione operativa all'art. 22 della legge n. 262/2005 che attribuisce alle Autorità indipendenti la facoltà di avvalersi della collaborazione del Corpo. La Legge sul Risparmio ha esteso la collaborazione della Guardia di Finanza, già prevista per la materia degli abusi di mercato e della vigilanza sugli emittenti, a tutti gli ambiti di competenza della Consob. Di essa la Consob si avvale con risultati molto positivi.

Sono ancora in corso, pur se di recente sono stati accelerati, i contatti e le riunioni con la Banca d'Italia per realizzare l'accesso diretto della Consob, mediante apposita connessione telematica, ai dati contenuti nella Centrale dei rischi, come prescritto dalla disciplina in materia di abusi di mercato.

Si tratta di un importante strumento atto a consentire la ricerca di informazioni e la conoscenza tempestiva e diretta di dati spesso essenziali per il migliore e più completo esercizio di compiti di vigilanza, come l'esperienza, anche di questi ultimi giorni, dimostra. La disponibilità di informazioni è efficace laddove si caratterizza per tempestività e completezza. È fuor di dubbio che, come in tutto il suo operare, la Consob garantisce la dovuta riservatezza.

La Consob sta attuando ogni possibile iniziativa per tenere il passo con il mutato quadro normativo e per adeguare le sue strutture alle impegnative funzioni e ai nuovi compiti attribuiti.

Recenti interventi legislativi hanno comportato un significativo aumento dell'organico della Consob. La Legge sul Risparmio, inoltre, al fine di rendere più tempestivo e flessibile il processo di adeguamento delle risorse di personale alle esigenze di funzionamento

dell'Istituto, ha previsto la possibilità di incrementare ulteriormente la pianta organica mediante apposito decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze.

In attuazione di tali disposizioni, sono in via di conclusione procedure concorsuali che porteranno all'assunzione entro l'anno di 70 nuove unità da ripartire fra le sedi di Roma e di Milano. Nel prossimo mese di ottobre prenderanno servizio 11 ulteriori risorse ad elevato grado di qualificazione e specializzazione professionale, individuate attraverso selezioni pubbliche per rafforzare le attività di analisi finanziaria e di consulenza giuridica. Il ricorso alle selezioni integra le procedure concorsuali e consente, con pari grado di trasparenza e rigore nei requisiti di partecipazione e nei criteri di valutazione, maggiore flessibilità nella definizione dei profili professionali necessari e maggiore rapidità nei tempi di realizzazione.

In tempi brevi si darà avvio a ulteriori procedure per il completamento della pianta organica. Permangono, tuttavia, forti preoccupazioni per la frequente uscita di personale, con elevato grado di specializzazione e anche con responsabilità apicali, del quale il mercato apprezza sempre più le competenze e i profili professionali maturati all'interno dell'Istituto.

L'analisi delle nuove funzioni attribuite dalle riforme in corso e del relativo impatto operativo hanno condotto a definire un ampio e articolato progetto di riordino organizzativo. Le relative modifiche regolamentari, oggetto di un costruttivo confronto con le organizzazioni sindacali, con le quali è d'uopo ricordare un rinnovato spirito di costruttiva collaborazione, hanno ottenuto proprio ieri il visto di esecutività della Presidenza del Consiglio dei ministri.

Come previsto anche dallo schema di decreto legislativo del Governo, sono state potenziate le funzioni di coordinamento, prevedendo l'affiancamento al Direttore Generale di un Vice Direttore generale, necessario, alla luce della crescente complessità e articolazione dei compiti della Consob, per rendere più agile il funzionamento dell'Istituzione e più efficace il coordinamento del suo operare.

Il ruolo di centralità conferito alla figura del risparmiatore dalla legge n. 262/2005, anche in relazione alle nuove funzioni attribuite alla Consob in materia di tutela degli investitori, è stato considerato quale finalità primaria da perseguire, per cui è stata prevista la costituzione di una nuova unità organizzativa che curerà i rapporti con i risparmiatori e le loro Associazioni e, in prospettiva, gli aspetti amministrativi connessi alle nuove funzioni di conciliazione ed arbitrato per la soluzione di controversie tra risparmiatori e intermediari.

È stato anche previsto il potenziamento del raccordo con le organizzazioni sindacali attraverso la creazione di una nuova unità organizzativa a ciò deputata con carattere di continuità.

Una nuova unità organizzativa, competente per la regolamentazione primaria e secondaria, sarà incaricata di curare con tempestività l'attività di normazione devoluta alla Consob nell'ambito della vigilanza regolamentare (la legge sul risparmio rende necessari ben 20 interventi regolamentari). È stata anche prevista la costituzione di un'unità organizzativa per l'analisi di impatto economico della normativa, dando attuazione alle disposizioni che impongono alle Autorità indipendenti di dotarsi di tale funzione.

L'ampliamento dei compiti e delle responsabilità della Consob comporta uno sforzo rilevante cui corrisponde un crescente fabbisogno di risorse finanziarie, per sostenere l'ampliamento della dotazione organica e l'attività di formazione del personale (al quale si richiede una sempre più elevata e progressiva specializzazione), nonché investimenti tecnologici di avanguardia necessari per l'attività di vigilanza, oltre all'acquisizione di ulteriori spazi per l'allocatione del nuovo personale.

Un adeguato sistema di finanziamento della Consob non può prescindere dal considerare l'ampiezza e la rilevanza delle funzioni pubbliche affidate all'Istituto, la cui utilità si riflette sull'intera collettività. Tali funzioni di interesse generale, rafforzate dalle recenti riforme volte ad una migliore tutela dei risparmiatori, richiedono uno stabile apporto della finanza pubblica; si auspica che, pur nelle difficoltà del momento, l'apporto dell'erario sia di adeguata consistenza.

Nel tempo si è riscontrata una crescente contribuzione dei soggetti vigilati al finanziamento delle attività della Consob, determinata mediante un trasparente sistema di valutazione dei costi della vigilanza su ciascuna categoria di soggetti, sottoposto annualmente al confronto con le Associazioni degli operatori.

La possibilità di disporre di un quadro di riferimento di maggior certezza circa i contributi a carico dello Stato, soggetti negli ultimi anni a riduzioni consistenti, e a volte anche impreviste, collegate all'andamento della finanza pubblica, consentirebbe di offrire al mercato strumenti per percepire con debito anticipo gli oneri a suo

carico e alla Consob di programmare con un elevato grado di approssimazione lo sviluppo delle proprie attività.

L'adeguatezza quantitativa e la prevedibilità delle risorse finanziarie costituiscono condizioni importanti per salvaguardare le caratteristiche di indipendenza operativa delle Autorità. Anche recentemente, la Commissione europea ha fatto presente l'esigenza di un adeguato finanziamento delle Autorità di vigilanza come corollario dell'obbligo generale degli Stati membri di attribuire alle stesse i poteri necessari per la corretta applicazione delle disposizioni delle direttive.

\* \* \*

Le vicende degli ultimi anni, la normativa nazionale e internazionale, nonché quella che vedrà a breve il suo ingresso nel mondo del diritto hanno prodotto e produrranno per la Consob un crescendo di compiti e di responsabilità ai quali viene fatto e sarà fatto fronte con massimo impegno e con spirito di sacrificio non comuni.

L'operato della Istituzione è rivolto al servizio e alla tutela di tutti coloro che operano nel mercato, in primo luogo tra essi dei risparmiatori, ed è svolto con consapevole indipendenza e neutralità ma anche con ferma determinazione nella consapevolezza che il mercato ha bisogno di regole chiare, di regole certe e di regole uguali, da tutti e sempre applicate.

Nei suoi rapporti con il Parlamento, con il Governo, con l'Autorità giudiziaria e con le Istituzioni la Consob conferma, come

sinora sempre dimostrato, ogni disponibilità a cooperare e a segnalare quanto dovuto o quanto ritenuto utile per il bene comune.

In questa sede ringrazio la Commissione e il suo Presidente per l'attenzione con cui il Parlamento segue il nostro operare e per quanto è stato fatto e sarà fatto per porre la Consob in condizione di sempre meglio operare.

## NOTE

<sup>1</sup> Rispettivamente:

- direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto (data di recepimento: 20 maggio 2006);
- direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE (data di recepimento: 1° luglio 2005);
- direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE (data di recepimento: 20 gennaio 2007);
- direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio (data di recepimento: 31 gennaio 2007).

<sup>2</sup> Lo schema di decreto legislativo ipotizza condivisibili interventi di perfezionamento intesi a:

- introdurre nel TUF, allo scopo di chiarirne l'ambito di applicazione, una definizione di "*prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione*" che consente di superare le incertezze interpretative in merito all'applicazione ai prodotti assicurativi della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento;
- estendere a tali prodotti le norme riguardanti l'offerta fuori sede nel caso di offerta effettuata da soggetti abilitati (banche e sim), già prevista dalla legge 262/2005 per i prodotti di emissione bancaria; è stata comunque mantenuta la possibilità, per agenti e *broker* di assicurazione, di svolgere l'attività di distribuzione di tali prodotti;
- meglio specificare, nell'art. 25-*bis* del TUF, che, in caso di collocamento di prodotti assicurativi di natura finanziaria, trova applicazione la disciplina del Testo Unico in materia di regole di comportamento e non quella del Codice delle Assicurazioni.

<sup>3</sup> La norma in questione ha posto diversi dubbi interpretativi per quanto attiene: ai titoli che ne sono oggetto (tutti i prodotti finanziari ovvero i soli titoli di debito); alla tipologia delle operazioni che costituiscono il presupposto degli obblighi introdotti (sollecitazioni all'investimento ovvero qualsiasi forma di circolazione

del prodotto avente come destinatari investitori professionali; operazioni svolte in Italia ovvero anche svolte all'estero con il coinvolgimento diretto o meno di investitori professionali italiani); all'individuazione dei soggetti tenuti alla consegna del documento informativo (l'intermediario, l'emittente, l'investitore professionale ovvero, a prescindere dalla sua funzione, comunque il soggetto che mette i titoli non "prospettati" a disposizione del cliente *retail*).

A ciò si aggiungano problemi di compatibilità della disposizione in commento con la disciplina comunitaria in materia di intermediari, di imminente recepimento in Italia.

Infatti, ove si consideri l'obbligo di consegna del documento informativo previsto dall'art. 100-*bis* quale regola di informazione a carico degli intermediari, va rilevato che con l'attuazione della Direttiva MIFID il dovere degli intermediari di fornire informazione sullo specifico strumento finanziario trattato per conto del cliente verrà limitato, essendo consentito agli stessi di informare il cliente *una tantum* semplicemente sulle diverse tipologie dei prodotti negoziati. Inoltre, se la consegna del documento informativo fosse da considerarsi quale regola di condotta, in prospettiva del recepimento della MIFID (e, forse, anche allo stato della disciplina vigente), se ne dovrebbe desumere l'applicazione a carico solo degli intermediari italiani (e delle succursali degli intermediari UE); il che, oltre a non apparire in linea con principi di parità concorrenziale, non produrrebbe neppure i risultati auspicati dal legislatore (che sarebbero pienamente "aggirabili" dagli intermediari esteri UE in libera prestazione di servizi sottoposti alle regole di condotta del proprio paese di origine).

<sup>4</sup> Essa contrastava fortemente con la disciplina della trasparenza delle partecipazioni rilevanti e dei patti parasociali, rendeva particolarmente difficoltosa l'attività di vigilanza della Consob sui patti occulti e non consentiva all'Istituto di verificare i casi di carenza di legittimazione all'esercizio del diritto di voto ai fini dell'impugnativa della deliberazione assunta con il concorso determinante del soggetto non legittimato.

<sup>5</sup> La previsione in commento (che non trova riscontro nella recente normativa comunitaria - cd. "nuova VIII direttiva" in materia societaria) presuppone che la Consob valuti, caso per caso, aspetti quantitativamente e qualitativamente complessi, quali l'esistenza di presupposti di natura organizzativa in capo alla società di revisione, nonché l'esistenza di cause di incompatibilità. Il ristretto periodo di tempo previsto per tale valutazione (20 giorni) avrebbe reso di fatto difficile configurare un efficace e sostanziale controllo sul merito dei predetti aspetti, presupponendo tale controllo la conoscenza nel continuo di elementi per loro natura dinamici. L'attività che avrebbe potuto essere svolta dalla Consob (peraltro concentrata nella stagione delle assemblee societarie con conseguente impatto operativo di grande onerosità) si sarebbe di fatto venuta a realizzare in un

controllo meramente formale di attestazioni rese dalle società di revisione. Si è quindi ritenuto appropriato ipotizzare la soppressione della menzionata disposizione, lasciando che la valutazione degli aspetti ivi previsti trovi una più efficace ed efficiente collocazione nell'ambito della generale attività di vigilanza sulle società di revisione cui è chiamata la Consob sia in via sistematica, sia in via episodica.

<sup>6</sup> La disposizione era stata inspiegabilmente soppressa in sede di approvazione della legge n. 262/2005, pur restando fermo il potere sostitutivo dell'Autorità in caso di revoca per giusta causa da parte dell'assemblea ovvero di revoca d'ufficio da parte della stessa Consob.

<sup>7</sup> Va anche considerato che la stessa legge sul risparmio, nel rafforzare il quadro normativo dei compiti e delle responsabilità degli organi di controllo degli emittenti quotati, ha modificato l'art. 149 del TUF (cfr. comma 1, lett. c-bis), attribuendo a tali organi il compito di "*vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi.*".

La legge n. 262 ha anche modificato la disciplina sanzionatoria contenuta nell'art. 193 del TUF, nel senso di estendere la sanzione ivi prevista per i sindaci che abbiano omesso di segnalare le irregolarità riscontrate alla Consob anche ai sindaci che abbiano commesso irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza previsti dall'art. 149. In tal modo si è reso esplicito che l'attività di vigilanza della Consob sull'organo di controllo non si limita ad una mera verifica dell'omessa comunicazione delle irregolarità, ma si estende al modo in cui l'organo societario pone in essere l'attività di controllo, al pari di quanto previsto per le società di revisione.

In tale rafforzato contesto normativo, poiché all'Autorità spetta il compito di vigilare sull'operato degli organi di controllo interno, ne consegue che alla stessa spetterà una vigilanza, sia pure indiretta, anche su quanto dichiarato dalle società quotate rispetto all'adesione a codici di autodisciplina.

<sup>8</sup> Infatti, l'attività di *asset management*, rivestendo natura di gestione per conto terzi, non implica rilevanti profili di stabilità per il soggetto gestore. Nella disciplina di tali strumenti rilevano piuttosto profili di trasparenza - che attengono sia alla tutela contrattuale attraverso la verifica del regolamento di gestione del fondo, sia all'informazione resa al pubblico nel momento dell'offerta attraverso il prospetto, sia ancora all'informazione periodica sull'andamento del fondo da assicurare ai partecipanti - nonché profili di correttezza, attinenti essenzialmente ai criteri di ripartizione del rischio ed al rispetto degli obiettivi di investimento,

alla gestione dei conflitti di interessi ed alla struttura organizzativa del soggetto gestore.

<sup>9</sup> Infatti, l'art. 25, comma 4, della Legge sul Risparmio ha espunto il concetto di "unitarietà" previsto dall'art. 1, comma 2, lett. h) della legge di delega in materia previdenziale n. 234/2004, in virtù del quale il legislatore delegato avrebbe dovuto mirare "al perfezionamento dell'unitarietà e dell'omogeneità del sistema di vigilanza sull'intero settore della previdenza complementare". Inoltre, specifiche disposizioni della Legge sul Risparmio sembrano contrastare con il sistema di vigilanza delineato nel d.lgs. n. 252/2005.

Si vedano, in proposito:

- l'art. 25, comma 3, ai sensi del quale le competenze in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti previste nella legge di delega previdenziale sono esercitate dalla Covip "compatibilmente con le disposizioni per la sollecitazione del pubblico risparmio";

- l'art. 11, comma 2, lett. b), che estende la disciplina della sollecitazione ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni, confermando il ruolo della Consob in ordine a tutti i prodotti finanziari idonei alla raccolta del pubblico risparmio.

<sup>10</sup> Nella delega al Governo sono infatti previsti limiti quantitativi agli investimenti e alla possibilità per il gestore di avvalersi di soggetti appartenenti al suo gruppo per le attività di negoziazione; il regolamento della Banca d'Italia deve individuare i casi in cui determinate attività debbano essere prestate da strutture distinte e autonome.

<sup>11</sup> Anche altre tipologie di operazioni straordinarie (quali aumenti di capitale in natura, compravendite regolate in denaro, scissione di patrimoni), possono infatti essere utilizzate per realizzare di fatto la quotazione di nuove realtà aziendali.

<sup>12</sup> Tali poteri sono già previsti in altri settori sottoposti alla vigilanza della Consob: ad esempio, in materia di abusive sollecitazioni all'investimento.

<sup>13</sup> L'individuazione dell'ammontare di tali garanzie, in presenza di una responsabilità illimitata da parte dei revisori, pone rilevanti problematiche in relazione alla classificazione, secondo parametri standardizzati, del rischio connesso all'attività di revisione (in particolare, il parametro del volume di affari, previsto dalla norma, non appare particolarmente significativo). Una ricognizione condotta nei riguardi delle società di revisione ha evidenziato che le stesse, per ottemperare all'obbligo di copertura dei rischi dell'attività, adottano diverse soluzioni che, tuttavia, comportano crescenti difficoltà e costi. Mentre le società di revisione di minori dimensioni hanno generalmente fatto ricorso a polizze

assicurative stipulate con i Lloyd's, le ccdd. “*big four*” si sono orientate verso forme assicurative collettive stipulate all'interno dei rispettivi *network* internazionali. In particolare, è emersa una impossibilità per le società di revisione di grandi dimensioni di ottenere forme di copertura da parte di imprese di assicurazione estranee al proprio *network* ed una crescente difficoltà, e crescenti costi di copertura, per le società di minori dimensioni.

<sup>14</sup> Potrebbero confluire nella lista anche ordinamenti facenti parte dell'Unione europea, ad esempio, per difetto del requisito dello scioglimento della società in caso di riduzione del capitale al di sotto del limite legale, requisito peraltro neppure imposto dalla II direttiva societaria sul capitale.

<sup>15</sup> Potrebbe essere opportuno limitare il perimetro delle società estere nei cui confronti la Consob sia tenuta ad esercitare poteri di vigilanza; dovrebbero essere considerate solo le società controllanti società quotate o diffuse e le società da queste controllate, con esclusione quindi delle società collegate.

Quanto ai criteri in base ai quali è consentito a società italiane quotate o diffuse di controllare società aventi sede in paradisi legali, che la Consob dovrà definire ai sensi del comma 6 dell'art. 165-ter, sarebbe opportuno che essi fossero riferiti esclusivamente alla “esigenza di assicurare la completa e corretta informazione societaria”, evitando di considerare “le ragioni di carattere imprenditoriale che motivano il controllo”, in quanto strettamente attinenti a scelte gestionali.

Infine, con riguardo all'art. 165-sexies (“Obblighi delle società italiane controllate”), appare opportuno eliminare il riferimento alle società italiane “che hanno ottenuto rilevanti concessioni di credito ... controllate da società aventi sede legale in uno degli Stati determinati con il decreto di cui all'articolo 165-ter, comma 3”. Tale riferimento, inserito nell'ambito di una disciplina riguardante società italiane, quotate o diffuse, controllanti, controllate o collegate a società estere aventi sede in “paradisi legali”, comporterebbe l'assoggettamento alla vigilanza della Consob di società non quotate né diffuse, per la sola presenza di rilevanti finanziamenti da parte delle società estere.

<sup>16</sup> Si eviterebbe che la norma possa essere interpretata nel senso che qualsivoglia violazione rilevante ai fini dell'indennizzo (ad esempio dovuta ad un mero disguido) conduca all'apertura di un procedimento sanzionatorio. Nel quadro del progetto di riordino della Consob conseguente alla legge di riforma, è stata prevista la costituzione di un'unità organizzativa specificamente dedicata agli aspetti amministrativi connessi alle nuove funzioni di conciliazione ed arbitrato riconosciute all'Istituto.

<sup>17</sup> Si rammenta che fra i criteri direttivi in corso di predisposizione per il recepimento della Direttiva n. 2004/39/CE (MIFID), oggetto di un emendamento

governativo di prossima presentazione al disegno di legge comunitaria per il 2006, è appunto previsto il riferimento alla responsabilità della persona giuridica per le violazioni delle disposizioni di attuazione della direttiva medesima.