

Ordine dei dottori commercialisti di Milano
"La nuova legge sul risparmio: funzionamento del mercato e tutela degli investitori"

**IL RUOLO DELLA CONSOB
NEL NUOVO ASSETTO LEGISLATIVO:
ATTIVITA' DI VIGILANZA E ATTIVITA' DI PREVENZIONE**

**Intervento del Presidente della CONSOB
Lamberto Cardia**

Milano, 29 marzo 2006

Il nuovo assetto legislativo

La riforma del risparmio(1) e il recepimento della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato(2) fanno del 2005 un anno speciale.

Le due leggi rappresentano un passaggio fondamentale nell'evoluzione del quadro normativo e comportano modifiche profonde nei compiti e nelle responsabilità della Consob.

Esse si inseriscono in un più ampio processo di evoluzione normativa.

Le istituzioni europee sono state assai determinate nell'adottare misure di armonizzazione per la creazione del mercato unico dei servizi finanziari; a livello nazionale, è risultata indifferibile, dopo due anni di approfondite analisi e difficili confronti, l'esigenza di dare risposte adeguate alla crisi di fiducia generata dagli scandali societari.

La dimensione europea del mercato e del quadro normativo costituisce ormai il contesto naturale nel quale si colloca il comportamento degli operatori e la strategia di vigilanza delle Autorità. Le più significative innovazioni all'ordinamento italiano, precedenti alla riforma del risparmio, derivano dalla legislazione europea, che sta diventando sempre più incisiva anche nell'indirizzare le norme di attuazione a livello regolamentare(3).

Non va nascosto che il **processo di convergenza delle regole a livello europeo**, e ancor più internazionale, incontra difficoltà e zone d'ombra, legate alle differenti preesistenti caratteristiche dei diversi ordinamenti e alla necessaria - e non sempre gradita - riduzione degli spazi di discrezionalità lasciati ai legislatori nazionali.

Da un lato, i singoli paesi si trovano a confrontare l'esigenza di migliorare o preservare gli standard di tutela con quella di evitare disallineamenti rispetto agli standard internazionali, che potrebbero svantaggiare gli operatori e le piazze finanziarie nazionali. In questo quadro, assume un'importanza centrale la capacità dei singoli paesi di agire come "sistema", dove le istituzioni politiche, le autorità di controllo e i soggetti che costituiscono la piazza finanziaria concorrano, nella diversità dei compiti e delle funzioni, a definire una strategia comune, che consenta di valorizzare le capacità competitive e di sviluppo del sistema economico e di tutelare gli interessi degli investitori.

Dall'altro lato, possono essere invocati interessi nazionali, soprattutto nel processo di apertura del mercato alle aggregazioni societarie, e in particolare nei settori finanziario e delle pubbliche utility, dove forti sono le spinte economiche all'integrazione e altrettanto consistenti gli ostacoli di natura

istituzionale. Vi sono stati recenti esempi in vicende italiane e altri si configurano oggi, anche in altri Paesi.

A conferma di ciò, va ricordato che, nonostante gli indubbi successi registrati in Europa nella realizzazione del Piano d'azione per i Servizi Finanziari, pressoché completato, il punto più forte di caduta del processo di convergenza della legislazione è rappresentato dalla **Direttiva OPA**(4).

Come ho avuto occasione di dire nel corso di una audizione formale innanzi al Parlamento Europeo lo scorso 31 gennaio:

"Il Legislatore comunitario ha lasciato agli Stati membri ampia discrezionalità nell'introdurre misure anti-scalata. Con ciò incentivando e non minimizzando la frammentazione delle regole che governano il mercato del controllo societario europeo.

Solo quando sarà attuata la disciplina di recepimento si potrà verificare il grado di apertura dei legislatori nazionali e il livello di contendibilità delle società sul mercato unico.

Le OPA che hanno riguardato società bancarie italiane sono emblematiche della complessità della vigilanza nel caso di operazioni che coinvolgono diverse normative di settore e Autorità diverse.

La natura bancaria delle società "bersaglio" comporta infatti la necessità di autorizzazioni preventive, da parte dell'Autorità incaricata della vigilanza prudenziale, per il superamento di determinate soglie di partecipazione al capitale e per l'acquisizione del controllo(5).

I tempi e le procedure, proprie di questi tipi di accertamenti, possono creare problemi alla trasparenza del mercato e incertezze sull'esito delle vicende.

La tutela del buon funzionamento del mercato e della parità di trattamento richiede invece una maggiore tempestività e sincronia da parte delle diverse Autorità, nel rispetto degli ambiti di competenza di ciascuna e tenendo conto delle esigenze informative e delle aspettative del mercato.

La direttiva europea sulle OPA, consentendo il mantenimento di forti difese alla contendibilità e l'introduzione del principio di reciprocità nell'adozione di tali misure, aumenta il grado di complessità del quadro normativo per le operazioni di acquisizione nel mercato europeo, riducendone la probabilità di successo.

La Commissione Europea sta valutando proposte di modifica delle norme in materia di acquisizione di partecipazioni rilevanti e di controllo di banche, di imprese di investimento e di assicurazioni con particolare riferimento a quanto previsto dall'attuale art. 16 della Direttiva Bancaria(6) e dalle analoghe disposizioni contenute nelle altre direttive di settore.

La proposta presenta elementi apprezzabili, tra i quali: norme di trasparenza per il procedimento autorizzatorio, criteri per la valutazione del potenziale acquirente e certezza dei tempi di conclusione dei procedimenti(7).

La definizione di un quadro di regole organico e adeguato alle crescenti esigenze di tutela degli investitori e l'attribuzione delle responsabilità tra le diverse autorità nazionali in modo coerente con le finalità di ognuna rappresentano gli elementi chiave di un sistema normativo in grado di sostenere lo sviluppo del mercato italiano, ancora sottodimensionato rispetto all'economia reale.

L'andamento del mercato azionario è stato positivo per il terzo anno di seguito, con un aumento dell'indice Mib nel 2005 del 13,9% rispetto a fine 2004, confermato dai risultati favorevoli del primo trimestre 2006 (+10% circa).

I buoni risultati delle quotazioni degli ultimi anni si confrontano con il permanere di difficoltà nello sviluppo e nella competitività dell'economia nazionale. Tale scostamento potrebbe essere interpretato come un segnale della scarsa rappresentatività del mercato mobiliare rispetto all'economia, soprattutto nel comparto industriale.

La dimensione complessiva del mercato italiano resta infatti inferiore a quella degli altri principali Paesi europei. Il numero di società quotate è rimasto sostanzialmente stabile negli ultimi 20 anni, anche se si manifestano segnali di maggiore interesse per la quotazione(8).

Il rapporto tra capitalizzazione e Pil, benché salito a fine 2005 al 48,8%, resta notevolmente inferiore alla media dei mercati europei, dove supera il 60%, e ai mercati anglosassoni, dove è stabilmente superiore al 100%. (9)

Le crisi societarie hanno inoltre influito negativamente sullo sviluppo del **mercato delle obbligazioni societarie**: la riduzione delle emissioni nette da parte delle imprese italiane, cominciata nel 2004, è proseguita nel 2005, a testimonianza della crisi di fiducia che si è consolidata in questo comparto del mercato.

Il nuovo assetto legislativo rinveniente dalle riforme potrebbe contribuire a creare condizioni favorevoli al superamento dei limiti strutturali e dimensionali del mercato italiano.

Le riforme possono innescare un circolo virtuoso nei mercati finanziari, nel quale la Consob è chiamata ad operare seguendo quattro linee fondamentali: **regolamentare, prevenire, vigilare, sanzionare**.

Per raggiungere tali obiettivi, strettamente collegati tra loro, **i due interventi legislativi realizzati nell'anno** appena trascorso intervengono sulle seguenti aree:

1. la riduzione degli spazi di opacità che favoriscono condotte irregolari, attraverso l'aumento della quantità e qualità dell'informazione sul mercato;
2. la maggiore responsabilità degli operatori nei confronti di comportamenti che minano l'integrità del mercato;
3. il potenziamento della vigilanza, anche attraverso una migliore ripartizione delle funzioni tra le diverse autorità;
4. la dissuasività e l'efficacia dell'apparato sanzionatorio.

Oggi, il quadro complessivo che risulta dalla successione dei due interventi di riforma, e che si riflette in un nuovo Testo Unico della Finanza, può considerarsi insieme un punto di partenza per un nuovo modo di operare e un punto di arrivo dopo una sofferta attesa.

La disciplina sugli abusi di mercato, intervenuta per prima, dota la Consob di specifici e incisivi poteri di indagine e affianca alle sanzioni penali misure di natura amministrativa di entità adeguata alla gravità delle condotte. Nell'occasione il personale della Consob ha anche beneficiato di un rilevante potenziamento, per oltre 150 unità.

Prima del recepimento della direttiva, la Consob compiva atti di accertamento solo nei confronti di soggetti già sottoposti alla sua vigilanza (emittenti ed intermediari). Al termine degli accertamenti trasmetteva all'Autorità Giudiziaria una relazione con la documentazione raccolta.

Le relazioni inviate dalla Consob nel decennio trascorso dall'introduzione dei reati di insider trading e manipolazione hanno prodotto i seguenti effetti: 9 sentenze di condanna, 27 richieste di rinvio a giudizio, 12 sentenze di patteggiamento, 2 di assoluzione, 4 di non luogo a procedere, 5 sentenze di estinzione del reato per prescrizione e 71 archiviazioni.

Oggi, con il recepimento della direttiva, è stata introdotta una disposizione di carattere generale che emenda il Testo Unico della Finanza (l'art. 187 octies), in base alla quale la Consob può, **nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti** (comma 3),:

- richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma;
- richiedere le registrazioni telefoniche;
- procedere ad audizioni personali;
- procedere al sequestro di beni che possono formare oggetto di confisca;
- procedere ad ispezioni;
- procedere a perquisizioni.

Il comma 4 dello stesso art. 187 octies prevede inoltre che la **Consob possa**:

- avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni, richiedendo dati e informazioni ed accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria;
- chiedere l'acquisizione presso il fornitore dei dati relativi al traffico telefonico;
- richiedere la comunicazione di dati personali;
- avvalersi dei dati contenuti nell'anagrafe dei conti e dei depositi e nell'archivio antiriciclaggio;
- accedere direttamente ai dati della Centrale Rischi della Banca d'Italia.

I poteri di sequestro, perquisizione e acquisizione dei dati sul traffico telefonico sono esercitati **previa autorizzazione del Procuratore della Repubblica**. L'autorizzazione è necessaria anche in caso di esercizio, nei confronti di soggetti non vigilati ordinariamente dalla Consob, dei poteri di acquisizione delle registrazioni telefoniche, di ispezione e di acquisizione di dati personali. Tali poteri si applicano, oltre ai casi di accertamento di abusi di mercato, anche in materia di informazione societaria.

Nell'esercizio dei poteri la **Consob può avvalersi della Guardia di finanza**, con la quale è prossima la sottoscrizione di una convenzione che disciplinerà compiutamente le reciproche forme di collaborazione(10).

La Consob ha iniziato a utilizzare con successo i nuovi poteri d'indagine, nel quadro di una intensificata collaborazione con l'Autorità Giudiziaria e con la Guardia di Finanza; collaborazione che rappresenta un elemento fondamentale per l'efficace e tempestiva rilevazione di comportamenti scorretti e di ipotesi di reato.

Sono poi da segnalare due norme di particolare importanza per la Consob: il nuovo art. 170 bis del Tuf che introduce sanzioni penali per l'ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob e l'art. 187 quinquiesdecies che introduce sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti di chiunque non

ottemperari nei termini alle richieste della Consob ovvero ritardi l'esercizio delle sue funzioni (sanzioni quintuplicate nell'importo dall'art. 39, comma 3, della successiva riforma del risparmio).

Le norme integrano la disposizione generale contenuta nel codice civile all'art. 2638(11) che configura un reato proprio degli amministratori, dei direttori generali, dei sindaci, dei liquidatori di società o enti e degli altri soggetti sottoposti per legge alle autorità pubbliche di vigilanza.

Accanto a questo apparato investigativo e repressivo, la nuova normativa sugli abusi di mercato introduce anche **misure preventive**, che mirano a scoraggiare il compimento di abusi e a favorire una maggiore responsabilità degli operatori.

Sono previsti: nuovi obblighi informativi e organizzativi a carico degli emittenti e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e controllo; nuove responsabilità per gli intermediari nella individuazione e segnalazione di operazioni sospette; nuove regole per la produzione di ricerche e di raccomandazioni relative a titoli quotati o in via di quotazione; l'attrazione nella disciplina dell'informazione finanziaria dei giornalisti, anche attraverso l'adesione a codici di autoregolamentazione che producano effetti equivalenti, oggetto di valutazione generale e preventiva della Consob.

Su queste materie la Consob è intervenuta con le previste disposizioni attuative e si è fatta carico di prevedere tempi di applicazione adeguati per consentire agli operatori di effettuare i necessari adattamenti e interventi organizzativi.

La **riforma del risparmio**, finalmente approvata dopo un tormentato dibattito che ha visto i due rami del Parlamento formulare spesso valutazioni non convergenti, ha ulteriormente ampliato l'area di tutela per gli investitori, rafforzando alcuni presidi esistenti e introducendone di nuovi. Ulteriori ritardi nell'approvazione della riforma avrebbero compromesso la credibilità del sistema italiano nei confronti della comunità internazionale e degli investitori, da tempo in attesa di una normativa più cogente.

La legge interviene ad ampio spettro nei seguenti settori:

- il governo delle società quotate e i codici di autodisciplina;
- la disciplina della revisione contabile;
- la disciplina delle società stabilite in paradisi legali;
- la circolazione presso il pubblico degli investitori di prodotti finanziari inizialmente collocati presso investitori istituzionali;
- la disciplina dei conflitti d'interesse;
- la disciplina dei promotori finanziari;
- le procedure di conciliazione e arbitrato nelle controversie tra intermediari e risparmiatori;
- la disciplina di un sistema di indennizzo e di un fondo di garanzia per i risparmiatori;
- la disciplina dell'ammissione, sospensione e revoca delle negoziazioni;
- la disciplina sanzionatoria;
- la disciplina di trasparenza di prodotti bancari e assicurativi e dei fondi pensione.

La riforma incide anche sull'assetto istituzionale e sulle ripartizione delle funzioni tra le Autorità di controllo. Purtroppo, in quest'ultimo ambito, pur riconoscendo i progressi realizzati, non è stato completato un disegno organico di riordino, inizialmente annunciato, secondo il principio di una netta ripartizione di compiti per finalità.

Gli interventi potenziano notevolmente il ruolo della Consob quale Autorità chiamata a svolgere compiti di regolamentazione, di vigilanza e sanzionatori su aspetti sempre più articolati della vita degli emittenti, dell'attività di intermediazione e del funzionamento del mercato.

Nel **campo societario**, senz'altro positive sono le disposizioni che **rafforzano i controlli interni sulla gestione delle imprese**; in particolare, la valorizzazione del ruolo delle minoranze, attraverso una loro rappresentanza anche nel consiglio di amministrazione, e l'ampliamento delle competenze e dei poteri degli organi di controllo(12).

Al contrario, negativa e in aperta contraddizione con i principi che hanno ispirato la riforma è la disposizione che prescrive il **voto a scrutinio segreto** per l'elezione delle cariche sociali. Tale previsione, come rilevato congiuntamente dalla Consob e dagli stessi operatori, contrasta fortemente con la disciplina della trasparenza delle partecipazioni rilevanti e dei patti parasociali, rende difficoltosa la vigilanza sui patti occulti e non consente la verifica dei casi di carenza di legittimazione all'esercizio del diritto di voto (necessaria per l'impugnativa da parte della Consob della deliberazione assunta con il concorso determinante del soggetto non legittimato, come avvenuto con successo nel caso Antonveneta).

Rammarico si può esprimere anche per la mancata previsione di una maggior presenza di **amministratori indipendenti** e per la soppressione, proprio in sede di approvazione finale, della norma che consentiva al **collegio sindacale di denunciare al tribunale**, ai sensi dell'art. 2409, il fondato sospetto di gravi irregolarità commesse dagli amministratori, anche quando non suscettibili di recare danno alla società.

Nella materia della revisione contabile, le nuove disposizioni si concentrano sull'esigenza primaria di neutralizzare i conflitti di interessi, che tanto ruolo hanno avuto nei casi di dissesto finanziario. Nuove previsioni di incompatibilità sono previste per le società di revisione, per le entità collegate, per le persone fisiche. La Consob è chiamata a regolamentare le situazioni suscettibili di compromettere l'indipendenza della società di revisione. E' stata consolidata la disciplina della revisione del gruppo dell'emittente quotato, oggi estesa anche alle società controllanti o sottoposte a comune controllo.

La disciplina della rotazione della società di revisione e del partner ha richiesto un difficile orientamento interpretativo, adottato anche per motivi di urgenza la scorsa settimana(13). Secondo l'interpretazione fornita di un combinato disposto normativo, che più che combinato potrebbe ritenersi scombinato, gli incarichi potranno durare 12 anni complessivi, a condizione che cambi il partner incaricato dopo i primi 6 anni; la stessa società può essere incaricata, dopo un intervallo di 3 anni, per ulteriori 6 anni rinnovabili. In proposito, sarebbe necessario un ulteriore intervento del Legislatore, che chiarisca senza acrobazie interpretative il limite massimo di durata degli incarichi e le modalità di esecuzione.

Manca, infine, all'appello l'attribuzione alla Consob di un potere cautelare da esercitare nei confronti delle società di revisione in caso di fondato sospetto di irregolarità.

Di grande risonanza sono le norme che affrontano il problema, apparso di cruciale rilevanza nelle vicende Cirio e Parmalat, della crescente articolazione multinazionale dei gruppi societari con **l'utilizzo di veicoli esteri, spesso situati nei cd. "paradisi legali"**. Molto apprezzabili sono le norme di trasparenza dell'attività di tali società(14). L'ambito di applicazione di queste disposizioni potrebbe però dimostrarsi eccessivamente esteso e risultare dispersivo. Potrebbe essere opportuno limitare il perimetro di azione della Consob alle società estere controllanti o controllate da una società quotata italiana, con esclusione delle società collegate.

Ricollegabili alle crisi societarie sono anche le disposizioni volte a tutelare i piccoli investitori in occasione della **circolazione presso il pubblico di prodotti finanziari collocati inizialmente presso investitori istituzionali**. Oggi, in tali circostanze, gli investitori professionali dovranno rispondere della solvenza dell'emittente per la durata di un anno dall'emissione. Tale garanzia può essere esclusa se l'intermediario consegna all'investitore un documento informativo il cui contenuto sarà stabilito dalla Consob. La disposizione non è di limpida chiarezza quanto all'ambito soggettivo ed oggettivo di applicazione. Gli uffici della Consob stanno compiendo i necessari approfondimenti per l'emanazione delle disposizioni di attuazione; merita quindi apprezzamento il differimento dei termini dell'entrata in vigore del dettato normativo di recente concesso dal legislatore.

La **disciplina della sollecitazione all'investimento** è stata finalmente estesa ai prodotti finanziari, diversi dalle azioni, emessi dalle banche e ai prodotti emessi da imprese di assicurazione, la cui offerta al pubblico è oggi sottoposta all'obbligo di pubblicazione del prospetto e alle stesse **regole di comportamento** previste per i servizi di investimento. E' venuta anche meno l'ingiustificata esclusione dei prodotti bancari dalla disciplina dell'offerta fuori sede, fase importante del contatto diretto tra intermediario e investitore, che rimane invece per i prodotti finanziari assicurativi.

Un intero titolo della legge è dedicato ai **conflitti di interessi**. Tali disposizioni, apprezzabili nelle loro finalità, non sembrano tuttavia in linea con il principio della ripartizione delle competenze per finalità perché prevedono un ruolo non giustificato della Banca d'Italia nelle attività di regolamentazione e sanzionatoria relative alle gestioni patrimoniali(15).

La legge di riforma ha rafforzato il ruolo della Consob a tutela diretta degli investitori, attribuendole **compiti di definizione di procedure di conciliazione e di arbitrato** per la decisione di controversie insorte tra risparmiatori ed intermediari e compiti di **gestione del fondo di garanzia per l'indennizzo ai risparmiatori**; fondo che sarà alimentato con la metà del controvalore delle sanzioni amministrative comminate. La Consob potrà anche agire in giudizio in rappresentanza del fondo per la tutela dei diritti e la rivalsa nei confronti dell'intermediario responsabile.

Risultano in ampia parte positivi gli interventi della legge sul **regime delle sanzioni amministrative**. Oltre ad un congruo aumento dell'importo delle sanzioni, che è risultato quintuplicato, sono state introdotte nuove fattispecie sanzionatorie ed è stata attribuita al Governo la delega legislativa per l'introduzione di sanzioni accessorie.

Sono comunque riscontrabili aspetti della disciplina suscettibili di perfezionamenti. Tra essi: il ripristino dell'art. 190 del Tuf nel testo approvato dalla Camera, che riferiva la responsabilità per le violazioni amministrative direttamente alla persona giuridica, con obbligo di rivalsa nei confronti degli autori della violazione, e il chiarimento sulla giurisdizione competente in materia di sanzioni per abusi di mercato. In assenza di interventi, infatti, la giurisdizione del **TAR del Lazio** appare prevalere, in materia di abuso di mercato, su quella della **Corte di appello**, venendosi così a determinare una discrasia rispetto a quanto stabilito dall'art. 195 del Tuf che prevede l'impugnazione presso la **Corte di appello** di tutte le altre categorie di provvedimenti sanzionatori della Consob.

* * *

L'attività di vigilanza e l'attività di prevenzione

Quanto detto, sia pure in maniera non esaustiva, dimostra la complessità degli interventi realizzati, la molteplicità dei fenomeni interessati e la gravosità dell'impegno richiesto all'Autorità di vigilanza.

Per questo, oltre all'impegno immediato di predisposizione delle norme regolamentari richieste dalla legge (con le quali sarà affrontata la disciplina di circa 20 materie diverse), la Consob si sta dedicando alla definizione di strategie di vigilanza che stabiliscano obiettivi, priorità e metodi, volti all'ottimale utilizzo delle risorse, pur sempre limitate rispetto ai compiti affidati.

Sono in predisposizione modelli di analisi con l'obiettivo di individuare tempestivamente fenomeni critici per la tutela degli investitori.

E' anche intendimento esaminare in maniera più sistematica gli effetti delle misure di vigilanza sul funzionamento del mercato, non solo per valutarne i costi, ma anche per valorizzare la loro capacità di influire positivamente sui comportamenti degli operatori, indirizzandoli verso modelli coerenti con lo sviluppo e l'integrità dei mercati, oltre che scoraggiando pratiche scorrette.

Per questo è necessario proseguire e se possibile intensificare il confronto con il mercato, affinché vi sia la massima condivisione degli obiettivi della regolamentazione e le minori conseguenze sulla capacità competitiva del sistema italiano.

La vigilanza sugli intermediari

La vigilanza di correttezza e trasparenza è per definizione meno codificabile di quella di stabilità e si basa su indici dinamici di pericolosità.

Si pensi poi all'ampiezza ed eterogeneità dell'universo degli intermediari vigilati dalla Consob:

- 720 banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento;
- 107 Sim e Fiduciarie;
- 1.174 imprese di investimento comunitarie (di cui 44 con succursale);
- 1 intermediario finanziario ex art. 107 del Testo Unico Bancario, 4 agenti di cambio e le Poste Italiane.

Per il futuro è stata individuata una specifica area di rischio legata ai notevoli mutamenti operativi che dovranno avvenire con il recepimento in Italia della direttiva MIFID(16) entro il 31 gennaio 2007. In particolare si fa riferimento al nuovo concetto di *best execution* nell'esecuzione degli ordini della clientela, alla concorrenza tra sistemi diversi di negoziazione, alla struttura delle commissioni e al principio del controllo del paese ospitante con riferimento al rispetto delle regole di condotta da parte di succursali di intermediari europei.

Più in generale, la Consob dovrà concentrare la propria azione di **vigilanza sul settore del risparmio gestito**, per la sua rilevanza nei portafogli degli investitori e per la sua funzione strategica negli equilibri economici generali.

Il mercato italiano del risparmio gestito presenta elementi di debolezza strutturale, che derivano essenzialmente dalle ridotte dimensioni degli operatori rispetto ai concorrenti europei e dalla loro appartenenza a gruppi bancari. Tale ultimo fenomeno condiziona fortemente sia le scelte operative - quali la scelta della rete distributiva, dei canali di negoziazione e della banca depositaria, la ripartizione dei costi, l'allocazione di funzioni strumentali e strategiche - sia, più in generale, l'indipendenza della gestione rispetto alle politiche di gruppo.

La Consob intende rafforzare la tutela degli investitori ricorrendo ad interventi che aumentino la trasparenza, soprattutto in occasione della sollecitazione all'investimento, e che garantiscano un maggior livello di indipendenza degli organi di gestione(17).

Si proseguirà l'indagine, avviata lo scorso anno, sui meccanismi di remunerazione delle reti distributive per individuare l'esistenza di incentivi a comportamenti non corretti nei confronti degli investitori.

Sarà, inoltre, condotta un'iniziativa di vigilanza sulla gestione dei fondi immobiliari, con particolare riguardo alle politiche di investimento e alle modalità di valorizzazione dei patrimoni dei fondi. Tale indagine si rende opportuna, anche alla luce della forte crescita del valore degli immobili e della crescente diffusione dei fondi immobiliari tra gli investitori non professionali.

L'attività di vigilanza sui mercati

La vigilanza sui mercati diventerà sempre più complessa. La struttura dei mercati si sta evolvendo verso la competizione diretta tra diverse piattaforme e sistemi di negoziazione, regolamentati e non, come confermato anche dall'approccio adottato dalla Direttiva MiFID, con il cui recepimento:

- verrà meno la regola di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati;
- sarà possibile l'ammissione alle negoziazioni di un titolo anche senza il consenso dell'emittente;
- opereranno sul mercato nazionale sistemi di negoziazione gestiti da soggetti comunitari.

Ciò comporterà la necessità di costruire nuovi sistemi integrati per la raccolta e la gestione delle informazioni. Fondamentale sarà la raccolta e lo scambio di informazioni tra le Autorità europee, in modo da consentire poi all'autorità competente (quella del mercato più liquido sul singolo titolo⁽¹⁸⁾) di vigilare su possibili condotte irregolari.

Nuovi compiti e nuove aree di vigilanza derivano anche dalle innovazioni introdotte con la legge comunitaria in materia di abusi di mercato.

Ricordo in particolare che, alla sanzione penale, si è affiancata la previsione di sanzioni amministrative. La Consob sta riorganizzando la modalità delle proprie indagini, che non si limiteranno più ad individuare collegamenti potenziali tra chi ha operato e le fonti informative, ma saranno estese all'accertamento del possesso dell'informazione.

L'azione di vigilanza della Consob sui mercati mirerà quindi a rafforzare la capacità di raccolta e di analisi delle informazioni, che si presentano sempre più frammentate, sia per diversificazione delle modalità e delle forme di negoziazione sia per il moltiplicarsi delle fonti informative.

Sono in fase di sviluppo modelli di analisi basati sulla costruzione di "sistemi di allerta" che consentano di anticipare la rilevazione di anomalie di mercato. Sarà sviluppato il "Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati" (S.A.I.Vi.M), che la Consob ha avviato dal 2003, basato su segnali di allerta prodotti dall'andamento di alcune variabili relative agli scambi e all'operatività degli intermediari.

E' stata anche avviata una indagine ad hoc sulle caratteristiche funzionali e organizzative di un campione di sistemi di scambi organizzati, sulla cui base sarà riesaminata l'attuale regolamentazione per migliorare l'informazione degli investitori sulle caratteristiche di organizzazione e funzionamento di tali sistemi.

La quotazione della società di gestione del mercato e la vigilanza sull'ammissione a quotazione.

Le nuove disposizioni introdotte dalla legge n. 262/2005 consentono oggi esplicitamente la quotazione delle società di gestione dei mercati, superando gli ostacoli finora incontrati nel trovare soluzioni organizzative e procedurali soddisfacenti.

Molti problemi sono stati risolti con l'attribuzione diretta alla Consob del potere di provvedere all'esclusione e alla sospensione dalle negoziazioni e di vigilare sul rispetto delle disposizioni del Regolamento del mercato.

Considerato che Borsa Italiana ha manifestato la volontà di quotarsi su un mercato da essa gestito, la Consob sta approfondendo, anche sulla base di un confronto diretto con la società di gestione, gli aspetti legati al processo di ammissione e al successivo esercizio della vigilanza. La quotazione va comunque vista con favore, perché di per sé aumenta la dialettica societaria, riduce il peso degli azionisti che presentano i maggiori conflitti e assoggetta la società di gestione ad una disciplina più stringente con riguardo alla vigilanza e ai controlli interni. Rimangono evidentemente questioni legate alla presenza di conflitti di interesse.

E' stato anche introdotto un obbligo per la società di gestione di comunicare alla Consob ogni decisione di ammissione, sospensione o esclusione dalle negoziazioni di strumenti finanziari. La Consob dispone di cinque giorni per vietare l'esecuzione delle decisioni per ragioni legate alla trasparenza, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni o alla tutela degli investitori.

La brevità del termine previsto presuppone, evidentemente, un'efficace collaborazione con la società di gestione del mercato, la quale dovrà trasmettere tempestivamente alla Consob le informazioni acquisite nell'istruttoria.

L'attività di vigilanza sugli emittenti

Nei confronti degli emittenti esistono diversi strumenti di controllo che vanno dal potere di richiesta di informazioni, al potere ispettivo, al potere di impugnativa di bilancio.

In quest'ambito, la periodica attività di controllo sulla correttezza contabile ha condotto la Consob, dall'inizio del 2005 ad oggi ad **impugnare i documenti contabili di 7 società quotate**. Di particolare rilievo è stata la decisione di impugnativa del bilancio d'esercizio e consolidato 2004 della Banca Popolare Italiana, le cui carenze informative erano tali da non consentire una corretta rappresentazione dei rischi e degli impegni che gravavano sulla società.

Tra gli altri strumenti di intervento dotati di più rapida efficacia, centrali sono ormai gli **obblighi di informazione mensile** sull'andamento economico e finanziario imposti a società che presentano elementi di rischio per la continuità aziendale. Risultano soggette a tali obblighi 15 società quotate.

I principali fattori di rischio che la Consob prende in esame sono: il livello dell'indebitamento; l'esistenza di perdite di esercizio che riducono il capitale al di sotto del limite legale; giudizi negativi o impossibilità di esprimere giudizi da parte dei revisori.

Un modello di vigilanza che privilegi la **rilevazione ex-ante** di possibili "tensioni" nella situazione reddituale e patrimoniale degli emittenti richiede anche un'attività ordinaria di monitoraggio permanente dei fattori di rischio.

Il modello implica la verifica della qualità dell'informazione finanziaria, basata sulla combinazione di metodi di valutazione dei rischi **con approcci campionari o a rotazione**.

In tale prospettiva, la Consob ha avviato un progetto di analisi finanziaria (denominato SAFIR - "Sistema di Analisi Finanziaria e Rating"), basato sulla applicazione, per ciascun emittente, di criteri di valutazione del rischio ad un insieme di indicatori di bilancio, finanziari e di risultato. La Consob, con tale progetto, è fra le prime autorità di vigilanza europee ad allinearsi agli indirizzi forniti dal CESR nell'ottobre 2005(19).

In una prima fase, l'applicazione del sistema SAFIR verrà limitata agli emittenti non finanziari, escludendo quindi assicurazioni, banche e altri intermediari, per i quali occorrerà considerare le specificità settoriali.

In questa fase è auspicabile la massima collaborazione degli emittenti, sia per mettere a punto la metodologia sia per condividere gli obiettivi di salvaguardia del mercato.

Le aree su cui saranno condotti i primi approfondimenti riguardano i fenomeni maggiormente critici e innovativi. Tra essi:

- gli effetti dell'utilizzo degli strumenti derivati sugli equilibri finanziari dell'emittente;
- gli effetti di eventuali disallineamenti strutturali, in termini di scadenze e di rischiosità, delle attività e passività dell'emittente;
- potenziali squilibri di tesoreria;
- gli effetti di brusche variazioni nella curva dei tassi di interesse e/o nei tassi di cambio sulle posizioni finanziarie degli emittenti;
- gli impatti di operazioni rilevanti con parti correlate.

L'attività di vigilanza sulle società di revisione sarà caratterizzata dalla verifica periodica almeno triennale dell'indipendenza e dell'idoneità tecnica della società e dei suoi partner disposta dalla riforma del risparmio. Con tale vincolo generale, la Consob adotterà comunque criteri di priorità nelle verifiche, che tengano conto delle dimensioni e della struttura organizzativa, della qualità del portafoglio-clienti, delle fasi del processo di revisione che hanno già manifestato irregolarità tecniche.

Per quanto riguarda invece le principali aree di intervento sugli organi di controllo, sarà necessario effettuare un monitoraggio puntuale finalizzato all'eventuale dichiarazione di decadenza dalla carica, in caso di mancanza dei requisiti di onorabilità e professionalità, di inerzia degli organi sociali o di superamento del limite massimo di incarichi stabilito dalla Consob.

Specifico rilievo assume poi la funzione degli organismi di controllo interno nella verifica delle modalità di concreta adesione ai codici di autoregolamentazione nella materia del governo societario, elaborati dalle società di gestione di mercati o delle associazioni di categoria. Gli organi di controllo interno rappresentano infatti il primo presidio nel sistema di vigilanza disegnato dalla riforma del risparmio, che vede l'attribuzione alla Consob di competenze generali di vigilanza. Sarà in tal modo valorizzata l'invocata complementarietà tra il ruolo dell'autoregolamentazione, proprio dei codici di autodisciplina, e la tutela pubblica della trasparenza delle scelte adottate e delle qualità dei comportamenti messi in atto.

I rapporti con l'Autorità giudiziaria

Un discorso a parte, merita il rafforzamento della collaborazione - peraltro sempre attiva - con l'Autorità Giudiziaria operato dalle recenti riforme.

In generale, il Presidente della Consob inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una "segnalazione" corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie penalmente rilevanti.

Tale attività di segnalazione (ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p.(20)

) riguarda sia reati di tipo comune, quali ad esempio quelli contro il patrimonio, sia reati che riguardano più da vicino i settori di attività della Consob.

Nell'ultimo anno la Consob ha trasmesso circa 70 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate. Tali segnalazioni hanno riguardato ipotesi di reati comuni (appropriazione indebita e truffa) rilevate nell'ambito delle attività di promotori finanziari, ipotesi di svolgimento abusivo di attività riservate e ipotesi di false comunicazioni sociali (art. 2621 c.c.). Numerose, oltre il centinaio, sono state anche le richieste di dati e notizie formulate dall'A.G. o dagli organi delegati di polizia giudiziaria.

In materia di abusi di mercato, la rafforzata collaborazione informativa tra l'Autorità di vigilanza e l'Autorità Giudiziaria ha già trovato concreta applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini, tuttora in corso, relative a delicate vicende societarie (Antonveneta, Bnl/Unipol, Rcs e Fiat).

Nel 2005, la Consob si è costituita parte civile in 8 nuovi procedimenti penali per insider trading e aggio e nel procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di due ex-revisori del Gruppo Parmalat che avevano richiesto il giudizio immediato. Il processo è poi confluito nel processo Parmalat, nel quale la Consob è ugualmente costituita parte civile.

Rispetto al passato, è d'uopo segnalare che si è registrato un significativo aumento del contenzioso contro i provvedimenti sanzionatori della Consob avanti al giudice ordinario.

Ciò è dovuto, essenzialmente, alle opposizioni contro gli 11 decreti sanzionatori del Ministero dell'Economia, su proposta della Consob, per irregolarità nella negoziazione di obbligazioni Cirio e Argentina. Contro tali provvedimenti sono state presentate 79 impugnazioni, promosse da 417 soggetti, tra banche e relativi esponenti aziendali. Ad oggi la magistratura deliberante ha confermato 8 degli 11 decreti(21). Per i restanti 3, si è in attesa della decisione.

E' dell'altro ieri la notizia di una innovativa sentenza del Tribunale di Milano (Sez. III penale) che, nel disporre la condanna di un soggetto per aggio, ha riconosciuto alla "parte civile" Consob, quale ente istituzionalmente referente, la somma di 30.000 euro a titolo di risarcimento del danno non patrimoniale derivante dalla lesione dell'interesse all'integrità del mercato.

* * *

Spero di essere riuscito nell'intento di fornire adeguate, se pur sommarie, indicazioni degli eccezionali sforzi che la Consob sta compiendo per dare attuazione e compiutezza al nuovo assetto legislativo e per contribuire alla messa a punto delle norme.

Per la Consob sarà necessario realizzare un rilevante adeguamento dei propri modelli organizzativi e funzionali e valorizzare il potenziamento di risorse umane previsto dalle riforme, onde poter svolgere con efficacia i nuovi compiti ed esercitare al meglio i nuovi poteri. Sarà anche necessario un rafforzamento della collaborazione e della cooperazione con le altre autorità nazionali che operano sul sistema finanziario e con le autorità estere, sia su base multilaterale che su base bilaterale. Una rilevante, impegnativa, ma proficua attività si svolge in sede CESR(22) e IOSCO(23).

In tale quadro, la Consob continuerà ad operare con impegno e determinazione, quale autorità consapevolmente indipendente, e al contempo responsabile nei confronti del mercato e delle autorità pubbliche che rappresentano i suoi più diretti interlocutori; il suo operato è stato e sarà svolto con spirito di servizio e con ferma neutralità.

Resta però determinante la concreta adozione di comportamenti coerenti con tale quadro da parte degli intermediari, delle società quotate e dei soggetti che partecipano alle diverse funzioni societarie. L'indipendenza e la qualità dei comportamenti si misurano sui fatti e non solo su un'adesione statica alle regole e ai pur buoni principi che possono essere stabiliti dai codici di autoregolamentazione.

Voglio concludere con le stesse parole utilizzate pochi giorni fa qui a Milano alla sede della Borsa.

E' d'uopo ricordare e sempre tenere presente che fine primario dell'operare comune e dell'operare di ciascuno deve essere la tutela del risparmiatore in un clima di ricercata e di elevata fiducia.

Note:

1. Legge n. 262 del 28 dicembre 2005
2. Direttiva 2003/6/CE, recepita con la legge n. 62 del 18 aprile 2005, c.d. legge comunitaria 2004
3. Ciò grazie anche alla c.d. "procedura Lamfalussy" che prevede una articolazione del processo legislativo e attuativo in quattro fasi (definiti livelli):
LIVELLO 1: approvazione di una regolamentazione di rango primario, adottata secondo le procedure legislative ordinarie dell'UE (proposta della Commissione e codecisione del Consiglio e del Parlamento), che contiene solo i principi generali della regolamentazione e definisce i poteri della Commissione nell'emanare misure attuative;
LIVELLO 2: emanazione delle misure attuative previste dal livello 1 da parte della Commissione europea, sulla base di Technical Advices forniti dal CESR (Committee of European Securities Regulators) composto da rappresentanti delle Autorità di vigilanza nazionali e previa approvazione (con maggioranza qualificata) da parte dell'ECS (European Securities Committee) composto dai rappresentanti dei Governi;
LIVELLO 3: rafforzamento della cooperazione e del collegamento fra Autorità di vigilanza nazionali; il CESR ha il compito di assicurare il recepimento ed un'applicazione omogenea delle

regole fissate ai primi due livelli, attraverso un'attività interpretativa, di raccomandazione e di persuasione e l'emanazione di linee guida e standards applicativi non vincolanti;

LIVELLO 4: controllo della Commissione europea al fine di verificare la tempestiva ed efficace attuazione delle norme comunitarie nelle normative nazionali.

4. Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto.

5. Le percentuali previste dalla direttiva per l'obbligo di comunicazione all'autorità e autorizzazione sono 10% per la prima acquisizione e 20%, 33% e 50% per i successivi obblighi di notifica. La disciplina italiana stabilisce il limite iniziale per la notifica all'autorità e l'autorizzazione a partire dal 5%

6. Direttiva 2000/12/CE relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio. L'art. 16 stabilisce che chiunque voglia acquisire una partecipazione rilevante in una banca (fissata a livello comunitario al 10%) deve darne comunicazione preventiva all'autorità di vigilanza che può opporsi all'acquisizione.

7. Vi è però anche un rilevante elemento di criticità nelle previsioni - ancora allo stadio di proposta informale - che consentirebbero alla Commissione Europea di accedere presso le Autorità nazionali alle informazioni relative ai singoli dossier, sin dalla fase di svolgimento dell'operazione, per verificare nei singoli casi specifici il rispetto delle norme europee. E' giusto che la Commissione continui ad esercitare le funzioni e le prerogative ad essa attribuite dal Trattato (quale "guardiana dei Trattati") e che rafforzi i presidi a contrasto della mancata o scorretta attuazione delle disposizioni comunitarie da parte degli Stati membri. Occorre, però, riflettere sull'attribuzione alla Commissione di nuovi poteri che potrebbero confliggere con il sistema di responsabilità attribuito alle autorità di vigilanza nazionali. Il mercato ha bisogno di chiarezza e certezza. Tale obiettivo potrebbe essere compromesso dall'intervento di soggetti che verrebbero, tra l'altro, a sovrapporsi nell'eventuale contenzioso contro le decisioni su casi specifici delle singole autorità di vigilanza nelle sedi giurisdizionali competenti.

8. A fine 2005 erano quotate 275 società italiane, 6 in più rispetto a fine 2004, confermando la sostanziale stabilità del numero di società quotate, che negli ultimi 20 anni è rimasto compreso tra le 240 e le 290 unità.

9. Una certa dinamicità si rileva nella composizione del listino. Nel 2005 si sono avute 19 nuove ammissioni e 13 revoche. In 15 casi le nuove ammissioni sono avvenute dopo un collocamento con offerta pubblica. Di queste, oltre la metà ha avuto luogo nell'ultimo trimestre del 2005, mostrando una ripresa dell'interesse per la quotazione che sta proseguendo anche nel 2006. Le nuove società quotate esprimono quasi sempre realtà economiche precedentemente non presenti sul mercato, prevalentemente operanti nel settore industriale.

10. La Guardia di Finanza esegue le verifiche agendo con i poteri attribuiti ai fini dell'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi. Tali poteri permettono, fondamentalmente, l'accesso a locali per la ricerca di dati o documenti. Tutte le notizie, le informazioni e i dati acquisiti dalla Guardia di finanza sono coperti dal segreto d'ufficio e vengono, senza indugio, comunicati esclusivamente alla Consob. La facoltà di collaborazione con la Guardia di Finanza è stata poi estesa dalla legge sul risparmio a tutti gli ambiti di competenza della Consob.

11. Art. 2638 c.c.: "Gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori di società o enti e gli altri soggetti sottoposti per legge alle autorità pubbliche di vigilanza, o tenuti ad obblighi nei loro confronti, i quali nelle comunicazioni alle predette autorità previste in base alla legge, al fine di

ostacolare l'esercizio delle funzioni di vigilanza, espongono fatti materiali non rispondenti al vero, ancorché oggetto di valutazioni, sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria dei sottoposti alla vigilanza ovvero, allo stesso fine, occultano con altri mezzi fraudolenti, in tutto o in parte fatti che avrebbero dovuto comunicare, concernenti la situazione medesima, sono puniti con la reclusione da uno a quattro anni. La punibilità è estesa anche al caso in cui le informazioni riguardino beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi.

Sono puniti con la stessa pena gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori di società o enti e gli altri soggetti sottoposti per legge alle autorità pubbliche di vigilanza, o tenuti ad obblighi nei loro confronti, i quali, in qualsiasi forma, anche omettendo le comunicazioni dovute alle predette autorità, consapevolmente ne ostacolano le funzioni."

12. Una specifica responsabilità personale è prevista a carico dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili per l'incompletezza o la falsità dei documenti prodotti o utilizzati per predisporre il bilancio e per il caso di scorretta tenuta delle scritture contabili.

13. Comunicazioni nn. DEM/6025868 - 6025869 - 6025871 del 23 marzo 2006.

14. Al bilancio della società italiana quotata sarà allegata una relazione che illustra i rapporti con la società estera. E' anche prescritto l'obbligo di allegare il bilancio della società estera al bilancio della società italiana controllante. Sono poi previsti poteri regolamentari e di vigilanza della Consob.

15. Oltre a disposizioni volte a rendere più vincolante la disciplina dei conflitti nei rapporti tra banche ed imprese, è stata prevista una delega al Governo per l'emanazione di norme concernenti i conflitti di interessi nelle gestioni di portafogli individuali e collettivi e nella gestione di prodotti assicurativi e previdenziali, con attribuzione alla Consob di poteri di vigilanza, anche regolamentare, e sanzionatori, da esercitarsi d'intesa con la Banca d'Italia. Inoltre, la legge interviene anche in materia di conflitti di interessi nella prestazione di servizi di investimento, prevedendo che possano essere stabiliti vincoli di separatezza organizzativa, con attribuzione della relativa potestà regolamentare alla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob..

16. Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari

17. Oggi, l'indipendenza dei membri dei consigli di amministrazione dipende dall'adesione facoltativa al Protocollo di Autonomia di Assogestioni, che qualifica come indipendenti gli amministrazioni che non abbiano relazioni di affari con la SGR o con il gruppo di appartenenza. Un'analisi effettuata sui dati del 2005 mostra tuttavia una ridotta incidenza di consiglieri indipendenti così definiti. Si è in attesa del Regolamento del Ministro dell'Economia sulla definizione dei requisiti di indipendenza dei soggetti che svolgono funzioni di direzione amministrazione e controllo presso Sim, Sgr e Sicav come previsto dall'art. 13 comma 1 del Tuf.

18. Secondo l'orientamento contenuto nella proposta di normativa di Livello 2 relativa all'attuazione della Mifid.

19. Cfr. Appendix to guidelines on selection methods in the context of enforcement of standards on financial innovation, CESR, 3 Ottobre 2005.

20. Ai sensi del quale "i pubblici ufficiali che nell'esercizio o a causa delle loro funzioni ... hanno notizia di un reato perseguibile di ufficio, devono farne denuncia per iscritto, anche quando non sia individuata la persona alla quale il reato è attribuito".

21. Se pur in un caso è stata ridotta l'entità della sanzione e in un altro, relativamente a tre esponenti aziendali, la sanzione è venuta meno per mancata notifica del decreto sanzionatorio.

22. Committee of European Securities Regulators.

23. International Organisation of Securities Commissions.