



# CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

***RELAZIONE  
PER L'ANNO 2005***

ROMA, 31 MARZO 2006

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

*Presidente*

**Lamberto CARDIA**

*Componenti*

**Enrico CERVONE**

**Carla RABITTI BEDOGNI**

**Paolo DI BENEDETTO**

*Direttore Generale*

**Massimo TEZZON**



INDICE GENERALE

**Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario 1**

<i>Un anno di profondi cambiamenti tra riforme e vicende di mercato</i> .....	4
<i>L'evoluzione del quadro normativo: la riforma del risparmio</i> .....	8
<i>Il processo di integrazione finanziaria in Europa e il coordinamento internazionale</i> .....	10
<i>L'intermediazione del risparmio e la struttura dei mercati</i> .....	12
<i>La trasparenza proprietaria e il governo societario</i> .....	15
<i>Le nuove frontiere della vigilanza</i> .....	16
<i>La collaborazione con l'Autorità Giudiziaria</i> .....	19
 <i>NOTE DEL DISCORSO</i> .....	 25

**Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze 27**

**A. LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO 29**

I.	IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE	
1.	<i>L'evoluzione del quadro normativo</i> .....	31
1.1.	<i>La riforma del risparmio e il recepimento delle direttive europee</i> .....	31
1.2.	<i>La regolamentazione europea e il coordinamento internazionale</i> .....	36
2.	<i>I principali elementi di evoluzione del quadro economico</i> .....	41
2.1.	<i>L'andamento dei mercati finanziari</i> .....	41
2.2.	<i>Le condizioni di stabilità finanziaria e i principali fattori di rischio</i> .....	43
II.	I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
1.	<i>L'attività di vigilanza sulle operazioni riguardanti l'evoluzione degli assetti di controllo di società quotate</i> .....	46
1.1.	<i>La tutela dell'integrità informativa e della trasparenza e dell'efficienza del mercato del controllo</i> .....	46

1.2.	<i>La vigilanza della Consob in presenza di tensioni negli assetti di controllo: le offerte pubbliche d'acquisto sulle banche e gli altri principali casi</i>	48
2.	<i>I controlli e l'informazione societaria</i>	55
2.1.	<i>I controlli societari e la vigilanza sull'informazione periodica e sui prospetti</i>	55
2.2.	<i>Il governo societario: il ruolo degli amministratori indipendenti e degli amministratori eletti dalle minoranze</i>	61
2.3.	<i>Il recepimento della direttiva sulle Opa e gli effetti sulla contendibilità del controllo</i>	68
3.	<i>L'intermediazione del risparmio e la struttura dei mercati nel quadro della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID)</i>	71
3.1.	<i>L'evoluzione dell'industria dell'intermediazione mobiliare</i>	71
3.2.	<i>La trasparenza delle negoziazioni</i>	75
4.	<i>I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso</i>	77
4.1.	<i>I rapporti con l'Autorità Giudiziaria</i>	77
4.2.	<i>Il contenzioso</i>	79

### III. L'EVOLUZIONE DEL RUOLO DELLA CONSOB NEL NUOVO QUADRO NORMATIVO

1.	<i>La riforma del risparmio: le nuove funzioni regolamentari e di vigilanza della Consob e i problemi aperti</i>	85
2.	<i>Le linee di sviluppo della strategia di vigilanza</i>	92
2.1.	<i>La definizione delle priorità dell'attività della Consob nelle aree istituzionali</i>	92
2.2.	<i>L'evoluzione organizzativa e il potenziamento delle risorse della Consob</i>	105

NOTE	111
------	-----

## **B. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO** 117

### I. LE SOCIETÀ

1.	<i>La struttura finanziaria e la redditività</i>	119
2.	<i>I flussi finanziari</i>	124
3.	<i>La qualità del credito</i>	126
4.	<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i>	129
5.	<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i>	134
6.	<i>Gli assetti proprietari e gli organi societari</i>	135

<b>II.</b>	<b>I MERCATI</b>	
1.	<i>I mercati azionari</i>	142
2.	<i>I mercati di strumenti derivati</i>	147
3.	<i>Il mercato dei covered warrants e dei certificates</i>	155
4.	<i>I mercati obbligazionari</i>	157
5.	<i>Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds</i>	163
<b>III.</b>	<b>GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE</b>	
1.	<i>Struttura del settore dell'intermediazione mobiliare</i>	167
2.	<i>I gruppi bancari</i>	169
3.	<i>Gli investitori istituzionali</i>	175
4.	<i>Le famiglie</i>	185

**C. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB 187**

<b>I.</b>	<b>LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</b>	
1.	<i>L'informativa societaria</i>	189
2.	<i>L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria</i>	195
3.	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	204
4.	<i>L'informativa contabile</i>	205
5.	<i>Le società di revisione</i>	208
<b>II.</b>	<b>LA VIGILANZA SUI MERCATI</b>	
1.	<i>Gli abusi di mercato</i>	213
2.	<i>La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	220
3.	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	224
<b>III.</b>	<b>LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI</b>	
1.	<i>Banche, Sim e agenti di cambio</i>	226
2.	<i>Le società di gestione del risparmio</i>	232
3.	<i>I promotori finanziari</i>	238
<b>IV.</b>	<b>I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</b>	
1.	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	240

2.	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	245
3.	<i>L'attività di enforcement su internet</i>	248
V.	<b>L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI</b>	
1.	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	251
2.	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	253
3.	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	255
4.	<i>La disciplina dei mercati</i>	258
5.	<i>La disciplina del risparmio gestito</i>	260
VI.	<b>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</b>	
1.	<i>La cooperazione internazionale</i>	262
2.	<i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i>	264
3.	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	267
4.	<i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i>	271
VII.	<b>I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</b>	
1.	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	273
2.	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	280
VIII.	<b>LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</b>	
1.	<i>La gestione finanziaria</i>	283
2.	<i>La gestione delle risorse umane</i>	285
3.	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	287
4.	<i>Lo sviluppo del sistema informativo</i>	289
<b>D.</b>	<b>APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE</b>	<b>291</b>
	<i>Indice delle tavole</i>	293
	<i>Tavole statistiche</i>	295
	<i>Note metodologiche</i>	321

***DISCORSO DEL PRESIDENTE  
DELLA CONSOB  
AL MERCATO FINANZIARIO***

*Il testo che segue è stato letto il 3 luglio 2006  
dal Presidente della Consob presso la Borsa  
Italiana.*





*Signor Presidente della Repubblica, Autorità, Signore e Signori,*

a nome della Consob desidero innanzitutto esprimere il più vivo ringraziamento al Presidente della Repubblica che con la Sua presenza onora e dà particolare prestigio a questo incontro, che oggi per la decima volta si ripete in Milano.

L'occasione è propizia per rinnovarLe, Signor Presidente, i più fervidi auguri di un settennato illuminato e denso di ogni successo.

La Commissione esprime il Suo più sentito ringraziamento anche ai Signori rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari, religiose e ai partecipanti tutti che con la loro presenza testimoniano vicinanza e attenzione alla vita e ai problemi del mercato, nonché a tutti coloro che a qualsiasi titolo in esso operano.

Sentimenti di gratitudine e di affetto ci legano al Ministro dell'Economia e delle Finanze, già Presidente della Consob, alla cui felice intuizione si deve l'iniziativa avviata nel 1997 di un "incontro" con il mercato nella piazza finanziaria milanese, che da allora è divenuto consuetudine annuale.

In questa occasione di confronto, che si aggiunge ai canali di dialogo istituzionale con il Parlamento e il Governo e di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, la Consob sottopone alla valutazione del mercato le linee guida e i risultati dell'attività svolta e dà conto del proprio operato, in continuità con la Relazione Annuale che invia al Parlamento attraverso il Ministro dell'Economia il 31 marzo di ogni anno.

La Commissione - che con l'avvenuta designazione del quinto commissario si avvia a operare in composizione conforme a legge - ringrazia la Borsa Italiana per la rinnovata ospitalità offerta in una sede che è fonte di riferimento, anche simbolico, della storia e delle potenzialità di crescita dell'economia italiana.

Un ringraziamento infine va alla città di Milano e al suo Sindaco che hanno assicurato alla Consob con atto di concessione la prestigiosa sede del Palazzo Carmagnola in Via del Broletto.

### *Un anno di profondi cambiamenti tra riforme e vicende di mercato*

Nel corso del 2005 e sino a oggi si sono manifestati eventi di portata eccezionale.

Vicende societarie particolarmente complesse e riforme legislative di notevole estensione e capacità innovativa hanno determinato un mutamento profondo degli assetti istituzionali del mercato. Si è innescato un processo di trasformazione, i cui effetti si dispiegheranno compiutamente negli anni a venire.

Cambiamenti sono intervenuti nella *governance* della Banca d'Italia, mutata nella guida e in alcune regole e istituti.

Il mercato ha vissuto un periodo denso di operazioni di rilievo. Alcuni dei maggiori gruppi industriali e finanziari sono stati interessati da iniziative o eventi che ne hanno trasformato la fisionomia societaria e le strategie industriali. Il gruppo Fiat si è riposizionato nel contesto competitivo internazionale e ha visto ridefiniti gli assetti proprietari. Telecom Italia ha proseguito la razionalizzazione della struttura di gruppo incorporando Tim. Enel ha concentrato le sue attività nel settore energetico, cedendo la società operante nella telefonia. Unicredit ha realizzato la prima grande aggregazione bancaria europea con uno dei principali gruppi dell'Europa centrale.

In tutti questi casi, la corretta informazione del mercato ha richiesto una costante attenzione e un'attiva presenza da parte della Consob.

Non c'è dubbio, però, che gli eventi societari di maggiore impatto sono legati alle scalate su Banca Antonveneta e su Banca Nazionale del Lavoro e alla contesa che ne è scaturita tra soggetti europei e concorrenti italiani. Il sistema finanziario del nostro Paese, e con esso le Autorità di vigilanza, è stato sottoposto a un nuovo impegnativo test. Sono emerse violazioni delle regole del mercato e ipotesi di reato che hanno coinvolto anche amministratori e dirigenti di primissimo piano di importanti società quotate e che hanno alimentato valutazioni fortemente critiche anche in campo internazionale, già reso sensibile da vicende precedenti - tra esse in particolare quelle riguardanti Cirio e Parmalat - di cui ancora oggi molto si legge e molto si parla.

Fin dal primo momento la Consob, consapevole della propria indipendenza, ha esercitato i suoi poteri con neutralità e determinazione, ponendosi come unico obiettivo il rispetto delle regole da parte di tutti gli attori a prescindere dalla nazionalità dei contendenti.

Il risultato di questo sforzo è noto. Il 10 maggio 2005 la Commissione ha accertato un patto parasociale occulto tra Banca Popolare Italiana e altri soci, volto all'esercizio di un'influenza dominante su Antonveneta. È stato il primo segnale di reazione forte e tangibile nei confronti di un'operazione che presentava molteplici sintomi di irregolarità. Su quella base, è poi intervenuta l'Autorità Giudiziaria che ha svolto ulteriori indagini. Dall'accertamento del patto occulto è derivato l'obbligo per Banca Popolare Italiana di lanciare un'opa totalitaria per

contanti, che richiedeva un consistente impegno finanziario. Le irregolarità successivamente rilevate hanno portato la Consob a vietare l'offerta e la Banca d'Italia a giudicare l'operazione incompatibile con criteri di sana e prudente gestione, come risulta anche dalle analisi degli uffici della vigilanza riportate nella Relazione annuale della stessa Banca d'Italia.

Il 12 maggio, a distanza di due giorni dall'avvenuto accertamento del patto occulto, è entrata in vigore la normativa di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (Legge 62/2005). Con essa, è stata notevolmente potenziata la collaborazione reciproca tra la Consob e l'Autorità Giudiziaria. Tale collaborazione, subito divenuta operativa, si è rivelata tanto impegnativa quanto proficua. Il 22 luglio 2005, infatti, la Commissione ha potuto accertare l'esistenza di un patto occulto tra Magiste International e Banca Popolare Italiana, nonché acquisti di titoli Antonveneta effettuati dalla stessa banca per interposta persona. Le conseguenze sono state: ritocco verso l'alto del prezzo d'opa; sospensione e successiva dichiarazione di decadenza sia dell'offerta volontaria originariamente lanciata da Banca Popolare Italiana sia di quella obbligatoria. La banca olandese Abn Amro, dopo una prima opa volontaria andata deserta, ha lanciato una seconda offerta a un prezzo più vantaggioso per gli azionisti, con la quale ha infine acquisito il controllo di Antonveneta.

Il rispetto delle regole è stato per la Consob il principio di riferimento anche

nella scalata alla Bnl. L'offerta di acquisto lanciata dal Banco de Bilbao non ha avuto successo. Unipol aveva nel frattempo acquisito, insieme ad altri soggetti, una partecipazione idonea a far sorgere l'obbligo di opa. Le indagini della Consob, condotte anche in collaborazione con Autorità estere, hanno richiesto tempi non brevi, per la molteplicità dei profili valutati, e hanno poi portato a qualificare come patto non dichiarato accordi sottoscritti fra la compagnia assicurativa e Deutsche Bank. Anche in questo caso l'effetto è stato un rialzo del prezzo d'offerta, che, seppur lieve, era d'obbligo rilevare. L'operazione non ha poi visto la luce a causa dell'autorizzazione non concessa da parte della Banca d'Italia. È subentrata la banca francese BNP Paribas che, dopo aver rilevato le partecipazioni detenute da Unipol e dagli altri soggetti a essa legati, ha lanciato su Bnl un'opa obbligatoria totalitaria, andata a buon fine.

La normativa vigente in materia di opa è stata messa a dura prova dalla concorrenza di norme e prassi di settore, che si è riflessa in una dilatazione dei tempi di definizione degli eventi.

Le vicende bancarie si sono in parte intrecciate con tensioni negli assetti proprietari di Rizzoli - Corriere della Sera.

Sono emerse violazioni degli obblighi informativi e ipotesi di reato per abusi di mercato. I risultati degli accertamenti della Consob sono stati trasmessi all'Autorità Giudiziaria; le indagini sono tuttora in corso.

Incertezze si sono determinate anche per l'evoluzione degli assetti proprietari di

Fiat, nei mesi precedenti la scadenza del prestito convertendo. A seguito dell'andamento anomalo del titolo, la Consob è intervenuta chiedendo alle società coinvolte di fornire informazioni al mercato. L'istruttoria sulla correttezza di tali informazioni si è conclusa corrispondendo alle richieste dell'Autorità Giudiziaria con la segnalazione di fatti di possibile rilevanza penale. L'iter amministrativo dei provvedimenti sanzionatori avviati dalla Consob è in corso.

Un impegno non meno rilevante è stato dedicato ad altre vicende di minori dimensioni, ma non per questo meno degne di attenzione per i profili di tutela degli investitori. Per brevità, basti citare la crisi di Finpart e le sue ripercussioni su Banca Popolare di Intra.

L'attività sanzionatoria relativa alle vicende Cirio, Parmalat, Repubblica Argentina e Banca 121, che ha interessato centinaia di esponenti del sistema bancario, ha avuto un seguito impegnativo per gli uffici della Consob nelle sedi giudiziarie, a causa dell'impugnazione generalizzata dei provvedimenti. A oggi, tutti i ricorsi giunti alla decisione davanti alle Corti competenti sono stati rigettati; l'impianto sanzionatorio ha trovato piena conferma.

A conclusione dell'indagine sulle turbative che hanno interessato i mercati di titoli di Stato, dovute all'operatività anomala di una grande banca internazionale, è stata inviata una segnalazione all'Autorità Giudiziaria. La vicenda ha interessato diversi Paesi

europei, in alcuni dei quali ha trovato già esito.

Lo scandalo che ha coinvolto il mondo del calcio ha evidenziato gli aspetti critici della quotazione dei club calcistici. Le condizioni per la quotazione sono state create dalla volontà del Legislatore che ha consentito, nel 1996, la loro trasformazione in società per fini di lucro (Legge 586/96). I nodi strutturali che caratterizzano le società di calcio sono venuti al pettine: le specificità normative del settore - agevolazioni fiscali e inusuali deroghe ai principi contabili - non hanno favorito la convergenza verso gli standard informativi del mercato; non si è realizzata l'annunciata evoluzione dell'attività verso assetti idonei a ridurre la dipendenza dei redditi dall'aleatorietà dei risultati sportivi.

L'uscita dalla borsa di queste società richiede un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria. Un'eventuale previsione, per via legislativa, di modalità alternative dovrà tenere nel dovuto conto le esigenze di tutela degli azionisti di minoranza.

Da ultimo, la prospettata fusione della società Autostrade con la società spagnola Abertis ha creato tensioni sul mercato. La Consob, per quanto di sua competenza, ha provveduto ad acquisire le notizie necessarie, attraverso i responsabili delle società e degli enti interessati, con l'obiettivo di rendere trasparenti gli effetti dell'operazione sugli assetti proprietari di una società quotata italiana concessionaria di un pubblico servizio. L'attività di vigilanza continua.

Sul piano normativo e regolamentare il 2005 non è stato meno intenso. Con il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, la Consob è stata significativamente rafforzata nei poteri e nella possibilità di incrementare le risorse umane. Il Legislatore ha corretto alcuni punti di debolezza, a cominciare dalla irrisorietà delle sanzioni. La Consob ha riorganizzato strutture e procedure per introdurre il principio della separazione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie in materia di provvedimenti sanzionatori. È stata firmata una Convenzione che disciplina i rapporti di collaborazione con la Guardia di Finanza. È stato avviato il non facile reclutamento di personale dotato di adeguata qualificazione, che porterà l'organico a superare le 600 unità.

Il 2005 è anche l'anno di entrata in vigore dei nuovi principi contabili internazionali *International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards* (Ias/Ifrs). La Consob ha accompagnato questa innovazione, fissandone regole attuative e calendario.

A fine anno il Parlamento ha approvato la riforma del risparmio (Legge 262/2005). La legge contiene innovazioni di rilievo, che la stessa Consob da tempo sollecitava, e punti critici, i più essenziali dei quali troveranno di seguito esposizione. La Consob sta lavorando per emanare i regolamenti di attuazione in ben 20 aree tematiche diverse entro gennaio 2007.

Tra le novità della legge c'è la possibilità della quotazione per le società di gestione del mercato. La Consob ha sempre visto con favore questa ipotesi, a condizione che il Parlamento apportasse le opportune modifiche legislative. Oggi quella condizione si è verificata.

Di recente si sono profilati nuovi scenari di aggregazione internazionale delle borse. La Consob, che segue con la dovuta attenzione tale evoluzione, ha anche promosso tempestive consultazioni con il Governo e la Banca d'Italia. Nel rispetto delle diverse competenze, dovranno essere approfonditi i problemi legati alle alternative esistenti, in un quadro che tenga presente tutti gli interessi coinvolti e non solo quelli di esclusiva valenza finanziaria.

Per la Consob si pone in ogni caso la questione, del tutto nuova, della vigilanza su un mercato regolamentato i cui assetti e strutture superano l'ambito nazionale, con il coinvolgimento di Autorità e normative di diversi Paesi.

Il mondo delle imprese manifesta un ritrovato interesse per la borsa. Negli ultimi 18 mesi si sono quotate 31 nuove società. Nella maggior parte dei casi si tratta di realtà economiche di medie dimensioni operanti nel settore industriale che non appartengono a gruppi già quotati. Sono segnali di una crescita e di un riequilibrio della composizione del listino italiano, finora troppo dipendente dalle grandi imprese operanti nei settori finanziari e delle pubbliche utilità. Questa tendenza va considerata positivamente. È

auspicabile che si consolidi. Ma è anche auspicabile che la scelta della quotazione non abbia carattere episodico, avulso da un percorso di crescita dell'azienda, né tanto meno finalizzata a far fronte a squilibri di bilancio. È un buon segnale il ritorno in borsa di Parmalat in condizioni di ritrovata solidità industriale.

Può ostacolare la positiva evoluzione in atto l'accresciuta volatilità dei corsi azionari degli ultimi due mesi, che ha interrotto l'andamento favorevole degli ultimi tre anni<sup>(1)</sup>. Non emerge ancora con chiarezza l'intensità con cui alcune tensioni del quadro macroeconomico potranno riflettersi sul mercato, in presenza di buone prospettive di crescita e redditività delle principali economie.

Lo sviluppo del mercato obbligazionario resta limitato dalla scarsa propensione delle imprese non finanziarie a ricorrere al mercato dei capitali. Nel confronto internazionale, le emissioni lorde effettuate dai gruppi italiani risultano nettamente inferiori a quelle effettuate dalle imprese dei principali paesi europei. Sulle prospettive di evoluzione pesano le esperienze negative che hanno colpito i risparmiatori italiani negli ultimi anni. Le aspettative di rialzo dei tassi di interesse rischiano oggi di penalizzare soprattutto gli emittenti di minori dimensioni e con più elevati profili di rischio.

### ***L'evoluzione del quadro normativo: la riforma del risparmio***

Fiducia e regole certe ed equilibrate sono alla base della credibilità e delle

prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana.

La ricerca di equilibrio tra un elevato livello di tutela e un sistema di regole sostenibile per gli operatori trova delicata occasione di applicazione nel nuovo quadro normativo delineato dalla riforma del risparmio.

A oltre due anni dallo scandalo Parmalat, l'approvazione della riforma del risparmio ha rappresentato un segnale importante, da troppo tempo atteso, della volontà di intervenire in profondità sui problemi emersi.

Sono stati rafforzati i sistemi di controllo interno delle imprese e la trasparenza contabile. È stato valorizzato il ruolo delle minoranze azionarie. Sono state introdotte misure di prevenzione dei conflitti di interesse nella revisione contabile. È stata prevista maggiore trasparenza delle società estere appartenenti a gruppi quotati e situate nei cosiddetti "paradisi legali".

La tutela degli investitori beneficia di nuove regole sui conflitti di interesse, sulla condotta degli intermediari e sulla trasparenza delle sollecitazioni e della loro estensione ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni.

È stato reso più efficace il sistema sanzionatorio, il cui potere dissuasivo risulta potenziato nell'entità delle sanzioni e nelle procedure di irrogazione. A esso sono state affiancate procedure di conciliazione e arbitrato, affidate alla Consob.



La riforma incide sull'assetto istituzionale delle Autorità di controllo e sull'articolazione delle rispettive funzioni.

Non sempre risulta assicurata la necessaria coerenza e omogeneità del disegno riformatore, anche a causa del mancato coordinamento con altri interventi legislativi recenti, e segnatamente con il Codice Unico sulle assicurazioni e con quello sulla previdenza complementare. In proposito appare prioritario nell'interesse del mercato definire, attraverso strumenti istituzionali appropriati, la ripartizione delle competenze tra Autorità in materia di documentazione d'offerta relativa ai fondi pensione aperti.

Il perseguimento del modello di vigilanza per finalità, pur rafforzato dalla riforma del risparmio, continua a presentare margini di incompiutezza e rischi di sovrapposizioni.

In aree di crescente importanza per l'allocazione del risparmio, quali l'offerta di prodotti e servizi assicurativi e la gestione di patrimoni, la vigilanza su profili di trasparenza e correttezza resta affidata a organismi cui dovrebbe far capo esclusivamente la tutela della stabilità dei soggetti<sup>(2)</sup>.

La permanenza di ordinamenti settoriali diversi nella vigilanza di intermediari polifunzionali può determinare un trattamento differenziato di prodotti e servizi sostanzialmente analoghi, riducendo l'efficacia delle norme di tutela e gravando gli operatori di costi non giustificati.

L'intenzione espressa dal Governo di procedere alla razionalizzazione delle funzioni delle Autorità indipendenti va nella direzione di superare questi elementi di disarmonia.

L'organizzazione del sistema dei controlli per finalità consente l'apporto di competenze specifiche e complementari a maggior tutela dei risparmiatori. Richiede però coordinamento e attiva cooperazione tra le Autorità.

La legge sul risparmio rimette all'autonomia delle Autorità la definizione delle modalità di coordinamento e menziona solo in via esemplificativa i protocolli d'intesa e l'istituzione di comitati di coordinamento.

La Consob ha sempre fornito e intende continuare a offrire e richiedere la massima collaborazione a tutte le Autorità oggi attive nella vigilanza sul mercato finanziario. L'operare insieme può essere favorito da forme di coordinamento snelle, dove condividere esperienze e competenze e definire, nel rispetto dell'autonomia di ciascuna, linee di indirizzo comuni per una più incisiva azione di regolamentazione e di vigilanza.

Strumenti di maggiore formalità potrebbero invece mantenersi laddove la collaborazione fra le Autorità richieda la definizione di modalità procedurali e di adempimenti specifici. Un buon esempio sono le iniziative, in via di conclusione, per adottare, in attuazione della legge sul risparmio, un protocollo di intesa tra Consob e Banca d'Italia in materia di approvazione dei prospetti di emissione delle obbligazioni bancarie. Prossima a

conclusione è anche la definizione degli aspetti tecnici e informatici necessari per consentire alla Consob l'accesso diretto ai dati della Centrale dei rischi gestita dalla Banca d'Italia.

La riforma del risparmio appare risentire di un approccio prevalentemente "sintomatico".

Alcune scelte normative non sono del tutto coerenti con i più recenti orientamenti comunitari. Ad esempio, in materia di conflitti di interesse nella gestione e nella prestazione dei servizi di investimento, vengono fissati limiti di investimento rigidi non contemplati dalle regole europee.

Alcune nuove previsioni potrebbero indirettamente compromettere l'efficacia della vigilanza. L'utilizzo del voto a scrutinio segreto per le elezioni alle cariche sociali nelle società quotate rende certamente non facile il controllo sulla trasparenza delle partecipazioni e sull'esistenza di coalizioni. La carenza di legittimazione all'esercizio del voto, ai fini dell'impugnativa delle delibere assembleari, potrebbe diventare di difficile accertamento.

In alcuni casi le norme raggiungono un eccessivo livello di dettaglio, imponendo oneri operativi elevati, peraltro di ridotta utilità concreta per gli obiettivi della vigilanza. Si pensi, ad esempio, all'attribuzione alla Consob del compito di verificare tutte le delibere assembleari di conferimento e revoca degli incarichi alle società di revisione.

Su altri aspetti, non è stata colta l'occasione per procedere a perfezionamenti che renderebbero più efficiente l'attività di vigilanza e sanzionatoria. L'attribuzione della responsabilità amministrativa alle persone giuridiche potrebbe, ad esempio, contribuire alla semplificazione e accelerazione dei procedimenti.

È auspicabile anche un maggiore coordinamento tra la riforma del risparmio e la disciplina sugli abusi di mercato. La sovrapposizione delle misure di inasprimento dell'entità delle sanzioni pecuniarie, che portano gli importi minimi a livelli molto elevati, riduce la flessibilità del sistema. Ambiguità si presentano anche nell'individuazione delle sedi competenti per l'impugnazione dei provvedimenti<sup>(3)</sup>.

Condizioni di certezza del sistema delle regole, cui la Consob concorre con un'imponente attività regolamentare, rendono necessario un tempestivo e stabile intervento correttivo. La Consob ha più volte segnalato tale esigenza. Il processo è stato di recente avviato nelle competenti sedi di Governo.

### ***Il processo di integrazione finanziaria in Europa e il coordinamento internazionale***

Il mercato unico dei servizi finanziari è l'ambizioso obiettivo che i Paesi dell'Unione si sono dati per sostenere e stimolare la crescita. Il Piano d'Azione Europeo per i Servizi Finanziari ha realizzato un'intensa armonizzazione delle norme<sup>(4)</sup>.



Il controllo della Commissione Europea sul recepimento delle norme negli ordinamenti nazionali è già in atto e prevede una verifica approfondita e puntuale delle misure di attuazione.

Al processo di adeguamento ai principi fissati a livello europeo debbono concorrere, ognuno nell'ambito delle proprie responsabilità, gli organi politici, le Autorità di vigilanza, gli operatori e i risparmiatori, privilegiando una comune visione strategica delle prospettive di sviluppo del nostro sistema finanziario e di adeguata protezione del risparmio investito.

Ritardi nel recepimento delle direttive di settore si riflettono negativamente sull'industria dei servizi finanziari, creando incertezze normative e alterando le condizioni concorrenziali.

La scadenza dei termini per il recepimento della direttiva in materia di prospetti informativi (Direttiva 2003/71/CE) ha richiesto un intervento di supplenza da parte della Consob che, attraverso la modifica del proprio regolamento, ha consentito l'operatività del passaporto europeo per gli emittenti, pur in carenza di modifiche alla normativa primaria, delle quali si auspica una rapida adozione.

Margini di discrezionalità di particolare ampiezza caratterizzano il processo di recepimento della direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto (Direttiva 2004/25/CE), i cui termini sono recentemente scaduti<sup>(5)</sup>. Compromessi di natura politica in sede europea hanno determinato un basso livello di

armonizzazione su aspetti di primaria importanza della disciplina.

Il Legislatore italiano nell'esercitare le opzioni consentite dalla direttiva dovrà tenere conto di diverse, a volte contrapposte, esigenze.

La disciplina attuale, fortemente orientata alla tutela degli investitori e della contendibilità delle società quotate, ha contribuito a rendere il mercato italiano più dinamico e aperto ai cambiamenti del controllo.

In una positiva linea di continuità si porrebbe la scelta di mantenere sia l'obbligatorietà dell'approvazione assembleare per l'adozione di strumenti di difesa, sia la possibilità di recesso *ad nutum* dai patti parasociali in caso di opa.

L'eventuale introduzione, consentita dalla direttiva, del principio di reciprocità in materia di misure difensive<sup>(6)</sup> rifletterebbe le disomogeneità normative che si vanno affermando in ambito continentale, ma potrebbe determinare una riduzione della tutela degli interessi degli azionisti di minoranza, ai cui fini non assume rilevanza il grado di apertura alla contendibilità del soggetto offerente.

Elementi di frammentazione nel mercato europeo del controllo societario derivano anche dalla presenza di specifiche procedure autorizzatorie per le acquisizioni di società soggette a controlli di vigilanza prudenziale.

Appaiono condivisibili le iniziative intraprese dalle istituzioni comunitarie, volte a restringere gli spazi di discrezionalità nell'esercizio dei poteri

autorizzatori e a ridurre la conseguente incertezza sull'esito delle operazioni. Va nella stessa direzione l'annuncio dato dal Governatore della Banca d'Italia di abolire l'obbligo di comunicare all'organo di vigilanza il progetto di acquisizione di una partecipazione di controllo in una banca, ancor prima che esso venga proposto al consiglio di amministrazione.

Il recepimento della direttiva sulle opa può essere anche l'occasione per introdurre nell'ordinamento italiano forme di coordinamento normativo e procedurale che favoriscano la sincronia e la tempestività dei provvedimenti delle diverse Autorità coinvolte.

Prossimi sono i termini di recepimento delle direttive sulla trasparenza degli emittenti (Direttiva *Transparency* 2004/109/CE) e sui mercati di strumenti finanziari (Direttiva MiFID 2004/39/CE). Le direttive introducono rilevanti modifiche, soprattutto nella disciplina di intermediari e mercati, rendendo di particolare importanza l'obiettivo di accompagnare l'armonizzazione delle norme con uno sforzo di convergenza degli standard di vigilanza.

In un'ottica di protezione degli investitori, è doveroso assicurare che le norme siano attuate con eguale intensità e secondo analoghe modalità.

È auspicabile che le Autorità di vigilanza, attraverso il *Committee of European Securities Regulators* (Cesr), assicurino la massima omogeneità delle prassi operative, impegnandosi al rispetto delle linee-guida elaborate in tale sede.

Le esigenze di coordinamento della vigilanza e di rafforzamento della cooperazione trascendono l'ambito europeo. La cooperazione internazionale è stata determinante per le indagini svolte dalla Consob sulle più rilevanti vicende di questi ultimi anni, nonostante non lievi difficoltà iniziali.

Particolarmente significativa, a questo riguardo, è l'attività della *International Organization of Securities Commissions* (Iosco) cui la Consob partecipa attivamente.

Nel giugno scorso, la Consob è stata nuovamente eletta tra i componenti del Comitato Esecutivo dell'Organizzazione e ha assunto la presidenza della *Implementation Task Force*, gruppo di lavoro permanente incaricato di definire i criteri di verifica dell'attuazione dei principi Iosco.

Il Fondo Monetario Internazionale, utilizzando proprio i criteri elaborati dalla Iosco, ha valutato recentemente il sistema italiano, esprimendo apprezzamento per la sua piena rispondenza agli standard internazionali di regolamentazione e vigilanza<sup>(7)</sup>.

### ***L'intermediazione del risparmio e la struttura dei mercati***

Il settore dell'intermediazione mobiliare in Italia è condizionato dall'assetto dell'industria bancaria. La prestazione dei servizi di investimento rimane incardinata nel modello della banca universale.

Il profilo dimensionale continua a essere elemento di strutturale debolezza del sistema bancario italiano. La dimensione media dei principali gruppi è largamente inferiore a quella dei concorrenti europei.

Strategie limitate alla dimensione nazionale, incentrate sulla distribuzione e sull'attività tradizionale di intermediazione creditizia, non appaiono in linea con quelle dei grandi gruppi bancari europei, orientati verso lo sviluppo dei servizi alle imprese, delle attività di consulenza e di gestione del risparmio.

Il progressivo consolidamento dell'industria della intermediazione finanziaria risponde all'opportunità di estendere il campo di attività a nuove aree geografiche e a servizi e prodotti innovativi, che richiedono elevati investimenti in capitale fisso e umano. Il quadro normativo europeo, con forti elementi di deregolamentazione, rafforza la tendenza in atto.

Gli assetti attuali dell'industria italiana dell'intermediazione stanno condizionando lo sviluppo del settore del risparmio gestito, settore importante per le opportunità di investimento dei risparmiatori e per l'economia del Paese. In Italia il peso del risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie è inferiore a quello degli altri principali paesi industrializzati.

Inizialmente, l'integrazione verticale fra produzione e distribuzione aveva consentito all'industria italiana del risparmio gestito di crescere a ritmi elevati, anche grazie alla favorevole

congiuntura della seconda metà degli anni novanta. Successivamente, è intervenuta una lunga fase recessiva<sup>(8)</sup>. Alcuni importanti operatori sono giunti a spostare all'estero fasi rilevanti dell'attività di gestione.

L'appartenenza delle società italiane di gestione del risparmio a gruppi bancari ne condiziona le scelte organizzative, produttive e commerciali, legandole a logiche di gruppo.

Nelle strategie dei gruppi bancari italiani appaiono poco valorizzati gli incentivi a promuovere l'offerta di prodotti del risparmio gestito, privilegiando al contrario prodotti di investimento diretto del risparmio.

L'utilizzo prevalente di reti di distribuzione del gruppo riduce inoltre la concorrenzialità, influenzando negativamente sulla capacità di crescita dimensionale e di innovazione finanziaria dei gestori<sup>(9)</sup>.

L'indipendenza operativa delle società di gestione diventa oggi requisito per la competitività.

La razionalizzazione degli aspetti normativi e fiscali potrebbe contribuire ad aumentare l'efficienza e la competitività del settore.

Importanza strategica per lo sviluppo della piazza finanziaria italiana assume la proiezione internazionale delle strutture del mercato, sia per le attività di negoziazione che per quelle di compensazione e regolamento.

In Europa, nonostante la crescente armonizzazione della disciplina sui mercati mobiliari e la progressiva integrazione dei flussi finanziari, le strutture di mercato sono rimaste frammentate e operanti prevalentemente su scala domestica.

L'assetto attuale determina un elevato costo delle negoziazioni transfrontaliere, sul quale incide in misura preponderante la fase del regolamento. Questo fenomeno ostacola un'efficiente diversificazione internazionale dei portafogli e limita la fruizione dei benefici derivanti dall'introduzione dell'euro.

Nonostante l'evoluzione normativa favorisca la concorrenza, le società che gestiscono le strutture di mercato operano tendenzialmente in regime di monopolio naturale, con la conseguente spontanea tendenza alla concentrazione degli scambi, già manifestatasi a livello nazionale.

Il quadro sta però cambiando velocemente. Si assiste a numerosi tentativi di alleanze, integrazioni e accordi. I processi sembrano più rapidi per le piattaforme di negoziazione, per le quali il modello federativo a livello europeo appare dotato di maggiori possibilità e capacità di aggregazione.

Alla luce del processo d'integrazione, vanno sostenuti i passi verso l'adozione di tale modello, che si inserisce in un sistema di regole e di vigilanza già ampiamente omogeneo.

Gli accordi fra borse, se non accompagnati da una parallela integrazione delle strutture di compensazione e regolamento, non generano tuttavia benefici sostanziali sotto il profilo dei costi complessivamente sopportati dagli investitori finali, né sembrano sufficienti ad assecondare pienamente le esigenze di un mercato unico europeo.

Le Autorità di vigilanza non possono essere indifferenti all'evoluzione del settore: l'offerta di servizi efficienti a prezzi competitivi è presupposto per la liquidità e l'integrità dei mercati, oltre che per ridurre al minimo i rischi di contagio e di instabilità sistemica.

La realizzazione di iniziative cooperative da parte delle forze di mercato può essere favorita da una maggiore armonizzazione delle condizioni e delle regole a livello europeo e da un rinnovato sforzo di coordinamento tra le Autorità di vigilanza.

Con le prospettive di integrazione delle strutture di mercato si intrecciano ipotesi di quotazione delle stesse società di gestione. La quotazione può e deve rappresentare un'occasione per migliorare la struttura di *governance*, allineandola alle migliori pratiche delle società quotate. Appare comunque opportuno che la quotazione si realizzi assicurando adeguati presidi a tutela dell'interesse generale e nell'ambito di un progetto che privilegi scelte strategiche di medio-lungo periodo.

### *La trasparenza proprietaria e il governo societario*

La trasparenza proprietaria è determinante per garantire una piena ed efficace informazione al mercato, in particolare in presenza di modelli di controllo fondati su coalizioni o su singole partecipazioni non maggioritarie.

La vigilanza della Consob sul rispetto della disciplina della trasparenza proprietaria ha svolto una funzione rilevante nelle vicende legate a mutamenti degli assetti di controllo. Gli accertamenti, concentrati sulla esistenza e sull'evoluzione di patti parasociali, hanno richiesto un uso intenso dei poteri di indagine. Si è fatto ricorso a ispezioni, audizioni personali, richiesta di dati e informazioni e si è attivata la cooperazione con Autorità di controllo estere, dimostratasi nel corso del tempo sempre più proficua.

L'esigenza di ridurre l'incertezza del mercato ha inoltre portato la Consob a effettuare numerose richieste di diffusione di notizie al pubblico sin dalle prime evidenze di anomalie sul mercato.

Altro fattore critico, emerso con particolare vigore nelle recenti vicende, è rappresentato dalle carenze mostrate, ancora una volta, dai sistemi di governo societario nel prevenire e nel rilevare tempestivamente comportamenti contrari all'interesse sociale.

L'esigenza di rafforzare gli strumenti di controllo endosocietari

assume sempre più rilevanza nel contesto attuale degli assetti proprietari.

Si evidenziano segnali di una sensibile evoluzione, ancorché non univoca e omogenea, nella direzione degli assetti prevalenti nei Paesi dell'Europa continentale. La concentrazione proprietaria, ancora elevata nel confronto internazionale, si sta riducendo. Gli assetti di controllo tendono ad assumere caratteristiche coalizionali. Il ruolo dei gruppi piramidali tende a ridursi<sup>(10)</sup>. Pur in assenza di uno sviluppo significativo degli investitori istituzionali italiani, è notevolmente cresciuta la presenza di investitori internazionali, che mostrano una più spiccata propensione all'attivismo nella vita societaria. Cresce il grado di integrazione proprietaria tra banche e imprese non finanziarie, il cui valore si è quasi triplicato dal 1998 al 2005<sup>(11)</sup>.

Alcune peculiarità, derivanti anche da esigenze storicamente fondate di tutela di un sistema in profonda evoluzione, sollevano problemi specifici e possono rappresentare un freno all'integrazione internazionale delle società italiane. Tra esse si segnalano: la perdurante rilevanza di azionisti pubblici negli assetti proprietari; la presenza di limiti alla contendibilità del controllo derivanti da previsioni legislative; la natura dell'integrazione proprietaria tra banca e industria che, a differenza degli altri Paesi europei, vede una netta prevalenza della partecipazione di società non finanziarie nel capitale delle banche<sup>(12)</sup>.

Anche di tali peculiarità occorre tener conto nella configurazione delle

regole e nella effettiva applicazione dei principi di governo societario, in un'ottica di rafforzamento delle funzioni di controllo e di valorizzazione del ruolo degli azionisti di minoranza.

Un contributo significativo al miglioramento della dialettica societaria è atteso dalla presenza, imposta dalla riforma del risparmio negli organi di amministrazione e controllo, di membri eletti dalle minoranze. Spontaneamente, negli ampi spazi di autonomia statutaria in precedenza disponibili, il mercato aveva solo parzialmente intrapreso questa direzione.

L'adozione della procedura del "voto di lista" favorisce una composizione degli organi sociali che riflette la diffusa presenza nelle società quotate italiane di azionisti di minoranza detentori di partecipazioni rilevanti<sup>(13)</sup>. Condizione perché questa misura sia efficace è che sia assicurata l'effettiva indipendenza delle diverse liste di candidati, che non devono essere espressione degli stessi gruppi di interesse.

Un concreto impegno è richiesto agli investitori istituzionali italiani nell'esercitare un'attiva partecipazione, superando la tradizionale apatia, confermata da modesti tassi di partecipazione alle assemblee societarie.

La recente revisione del codice di autodisciplina delle società quotate, effettuata dal Comitato per la *corporate governance* costituito presso Borsa Italiana, ha reso i principi coerenti con le

linee evolutive dell'ordinamento nazionale, comunitario e internazionale<sup>(14)</sup>.

La qualità di un codice di autodisciplina dipende però, oltre che dalla validità dei principi, dalla capacità di esercitare una effettiva funzione deterrente nei confronti di comportamenti opportunistici<sup>(15)</sup>.

La difficoltà emersa, non solo in Italia, nell'assicurare una efficace sorveglianza sull'adesione sostanziale ai principi-guida ha indotto il Legislatore italiano a introdurre un controllo di natura pubblica, affidato alla Consob, che integra l'autoregolamentazione degli emittenti.

È compito della Consob verificare la qualità delle informazioni fornite dalle società, incoraggiando la più ampia partecipazione degli operatori all'adozione e all'evoluzione di principi di buon governo societario.

Nelle società quotate, una maggiore responsabilità è attribuita agli organi di controllo interno, che dispongono dei poteri necessari e sono tenuti a dotarsi degli strumenti atti a svolgere i compiti loro attribuiti. Per essi, in caso di inadempienza, sono previste specifiche sanzioni<sup>(16)</sup>.

### ***Le nuove frontiere della vigilanza***

I compiti istituzionali della Consob di regolamentazione e vigilanza risultano notevolmente ampliati nel nuovo quadro normativo, con riguardo sia alla natura dei fenomeni sia alla profondità dei controlli. Ciò coerentemente con l'evoluzione del



mercato che determina esigenze nuove e aumenta la complessità di quelle esistenti.

I metodi di vigilanza dovranno necessariamente evolversi verso sistemi che consentano di rilevare tempestivamente aree, fenomeni e soggetti a maggior rischio, sui quali concentrare risorse e attività.

Nell'area dell'intermediazione mobiliare, oltre all'estensione della disciplina di correttezza e trasparenza all'offerta di prodotti a contenuto finanziario emessi da banche e assicurazioni, introdotta dalla riforma del risparmio, sarà di grande impatto l'entrata in vigore della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (Direttiva MiFID).

Le regole di condotta degli intermediari risulteranno più articolate in funzione del tipo di servizio richiesto, fino a raggiungere livelli minimi nel caso di prestazione del servizio di mera esecuzione di ordini dei clienti.

Si realizzerà, inoltre, la possibilità di eseguire gli ordini su una pluralità di piattaforme e con diverse modalità, inclusa la negoziazione diretta, in maniera sistematica, da parte dell'intermediario a valere sul proprio portafoglio (cosiddetta internalizzazione).

Queste nuove condizioni ridurranno, in alcuni casi, la verifica di adeguatezza delle operazioni per i clienti e cambieranno i presupposti per vigilare sul rispetto del principio della "migliore esecuzione" (*best execution*).

La vigilanza della Consob dovrà quindi tenere conto, nella selezione degli interventi, dei rischi indotti da queste trasformazioni. Sarà valutata la capacità degli intermediari di adeguarsi sotto il profilo organizzativo e patrimoniale alle nuove condizioni e di far fronte ai possibili maggiori costi che ne deriveranno. Gli intermediari che sapranno offrire servizi qualificati, anche attraverso forme di consulenza e informazione ai clienti, e ridurre le commissioni per le attività a basso valore aggiunto potranno cogliere l'opportunità di permanere su un mercato europeo in condizioni competitive.

Un'area di potenziale sviluppo per gli intermediari italiani riguarda il risparmio gestito, che può beneficiare ancora di ampi margini di crescita. In tale settore, obiettivo della vigilanza continuerà a essere la verifica dei comportamenti in potenziale conflitto di interesse, dovuti all'appartenenza di gran parte delle società di gestione del risparmio a gruppi bancari polifunzionali. Una maggiore indipendenza nelle strategie produttive e commerciali e nei meccanismi di remunerazione delle reti distributive è presupposto per evitare comportamenti distorsivi nei confronti degli investitori.

La direttiva MiFID, inducendo la progressiva frammentazione degli scambi di titoli quotati su diverse strutture e piattaforme di negoziazione, comporta maggiore ampiezza e complessità della vigilanza sull'integrità dei mercati.

Le Autorità europee sono impegnate nella costruzione di nuovi sistemi informativi, capaci di gestire insieme di dati e informazioni provenienti da una pluralità di fonti. Le segnalazioni degli intermediari di “operazioni sospette” costituiscono fonte rilevante per l’attivazione di adeguati sistemi di allerta su eventuali anomalie di mercato.

Nuove specifiche esigenze di trasparenza si pongono per la vigilanza sui sistemi di scambi organizzati, nei quali vengono trattati volumi significativi di titoli, quasi esclusivamente diversi dalle azioni: nel solo 2005, sono stati effettuati su tali sistemi quasi 4 milioni di contratti, riferiti a circa 24.000 titoli diversi. La parte preponderante degli scambi, circa il 70 per cento, è riferita a obbligazioni bancarie, che presentano in molti casi rendimenti legati a parametri di mercato o a complessi meccanismi di calcolo; una quota non marginale, circa il 13 per cento, si riferisce a obbligazioni di emittenti non bancari, il cui peso si è però ridotto considerevolmente negli ultimi 2 anni, dopo gli scandali societari. Con il recepimento della direttiva MiFID, la disciplina degli scambi organizzati sarà soggetta a rilevanti innovazioni. I soggetti autorizzati a gestire sistemi di scambio multilaterali o a operare come internalizzatori potranno estendere la loro attività all’intera gamma degli strumenti finanziari.

Le vicende societarie degli ultimi anni hanno spinto le Autorità di vigilanza a rafforzare gli strumenti volti alla

individuazione tempestiva dei sintomi di crisi. Ciò consente di intervenire per migliorare la trasparenza informativa e, con essa, la consapevolezza del mercato sull’emergere e sull’evolversi di potenziali difficoltà.

L’analisi dei principali fattori di rischio può indirizzare l’attività di vigilanza verso emittenti e fenomeni che richiedono approfondimenti o interventi diretti. Nuovi sistemi di analisi economico-finanziaria di indicatori riferiti a singoli emittenti o settori possono essere di supporto a questa finalità. È importante che l’Autorità e i soggetti vigilati dialoghino con spirito collaborativo per rendere massimi i benefici per la vigilanza, ferma restando l’esigenza di non gravare il mercato di ingiustificati oneri aggiuntivi.

Continueranno a essere assoggettati a obblighi di informazione mensile gli emittenti - attualmente 18 - che presentano conclamati elementi di rischio per la continuità aziendale, affinché il mercato possa seguire l’evoluzione delle situazioni societarie più delicate.

Nella vigilanza, che avrà natura periodica, sull’indipendenza e idoneità tecnica delle società di revisione saranno adottati criteri di significatività e rischiosità, tra i quali le caratteristiche del “portafoglio clienti” e gli assetti organizzativi.

La Consob, infine, dovrà verificare i requisiti di onorabilità e professionalità degli organi di controllo societario. Più in generale, deve essere favorita una maggiore trasparenza e assunzione di



responsabilità da parte dei componenti di tali organi. Può contribuire positivamente la definizione, in collaborazione con le associazioni di categoria, di linee-guida di comportamento.

L'ampliamento delle funzioni di vigilanza indotte dalle riforme legislative è stato accompagnato da norme che accrescono il concorso dei soggetti vigilati al finanziamento delle attività della Consob, sulla base di contributi determinati in funzione dei costi della vigilanza su ciascuna categoria di soggetti. La coerenza del sistema di finanziamento implica la permanenza di una quota a carico del Bilancio dello Stato correlata alla rilevanza delle funzioni pubbliche affidate all'Istituto, la cui utilità si riflette sull'intera collettività.

La Commissione ha di recente definito un progetto di riassetto organizzativo, funzionale alla realizzazione delle nuove strategie di vigilanza e al più efficace utilizzo delle risorse umane. Il progetto, sottoposto alle Organizzazioni Sindacali per avviare un confronto aperto e costruttivo, prevede uno sviluppo equilibrato delle attività nelle due sedi di Roma e Milano, secondo un modello di presenza e vicinanza al mondo istituzionale e al mercato, la cui validità si è confermata nel tempo.

Le linee-guida del progetto sono coerenti con l'obiettivo di rafforzare la capacità di rilevare con tempestività aree e fenomeni a maggiore rischio per la tutela degli investitori. Sono previste nuove

specifiche funzioni dedicate ai rapporti con i consumatori e all'analisi di impatto economico della regolamentazione.

È in fase di attuazione il piano di potenziamento dell'organico. Nei primi mesi del prossimo anno verranno completate le procedure di reclutamento di non meno di 100 nuove risorse, la maggior parte delle quali prenderanno servizio entro l'anno. Fattore-chiave, e di non facile realizzazione, è la ricerca di elevati livelli di qualità professionale, da integrare con quelli già esistenti in Consob, necessaria anche a fronteggiare la frequente fuoriuscita di personale (circa 15 unità negli ultimi 18 mesi) del quale il mercato, da tempo e sempre più, apprezza gli alti profili professionali. Mantenere e migliorare competenza e professionalità delle risorse è determinante per fronteggiare fenomeni complessi e in continua trasformazione. Investimenti nel capitale umano sono realizzati, e saranno incrementati, attraverso attività di formazione idonee a valorizzare le capacità e le potenzialità del personale. Il confronto e la collaborazione con le Organizzazioni Sindacali, in atto e ancor più da sviluppare, potrà dare proficui risultati.

### ***La collaborazione con l'Autorità Giudiziaria***

L'attività di indagine e quella sanzionatoria poste in essere dalla Consob nel corso dell'ultimo anno sono state particolarmente incisive e hanno visto una

intensa collaborazione con l'Autorità Giudiziaria.

Tale collaborazione da tempo esistente, pur se entro più limitati orizzonti, è stata espressamente rafforzata dal Legislatore. La nuova disciplina prevede che il pubblico ministero, quando ha notizia di reati di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazioni del mercato, informi senza ritardo il Presidente della Consob; e che questi, al più tardi al termine dell'accertamento di fatti relativi a ipotesi di abuso, trasmetta al pubblico ministero una relazione motivata, in presenza di elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato. In tale ambito, la normativa introduce una previsione di reciproca collaborazione tra la Consob e l'Autorità Giudiziaria, anche mediante scambio di informazioni, allo scopo di agevolare l'accertamento di abusi di mercato, pur quando non costituiscano reato.

Il rafforzamento della collaborazione ha consentito un salto di qualità nel contrasto delle violazioni della normativa di settore. In particolare, lo scambio di informazioni tra Consob e Autorità Giudiziaria e la condivisione delle esperienze maturate negli specifici ambiti di competenza sono risultate elementi-chiave per lo svolgimento di indagini delicate e complesse, quali quelle che hanno riguardato le più note vicende emerse con virulenza nello scorso anno.

La complessità e la gravità degli illeciti riscontrati hanno richiesto alla struttura della Consob uno sforzo

particolarmente intenso, considerata anche l'esiguità delle risorse disponibili e la dilatazione dei compiti attribuiti all'Istituto.

La Consob ha comunque mobilitato e moltiplicato le proprie energie, per agevolare la Magistratura nel suo impegno di garanzia dei valori fondamentali, che l'esperienza ha dimostrato a quale rischio di compromissione potessero giungere.

All'Autorità Giudiziaria sono stati forniti dati, notizie e informazioni relativamente a oltre 100 casi, alcuni dei quali riguardanti indagini già in corso. Dirigenti e lo stesso Presidente della Consob sono stati chiamati, in alcune circostanze, anche a prestare testimonianza.

A sua volta, la Consob ha ricevuto atti e notizie che le hanno consentito il più idoneo svolgimento delle attività di contrasto rientranti nelle sue competenze.

Negli ultimi 18 mesi la Consob si è costituita parte civile in 14 giudizi penali riguardanti ipotesi di *insider trading*, aggrottaggio e ostacolo alle funzioni di vigilanza. Parallelamente, è cresciuto il contenzioso che ha interessato l'Istituto, originato sia da richieste di risarcimento connesse a vicende che hanno comportato rilevanti perdite per i risparmiatori, sia da contestazioni di sanzioni amministrative comminate nell'ambito dell'attività di vigilanza.

Di rilievo sono le 27 sentenze rese dai Tribunali Civili che, nel definire

giudizi intentati contro la Consob per asserita omessa vigilanza, hanno respinto tutte le domande formulate nei confronti dell'Istituto.

Merita ancora ricordare come, in tutti i giudizi che hanno coinvolto la Consob a seguito dell'irrogazione di sanzioni amministrative nei confronti di intermediari per irregolarità nello svolgimento dell'attività di negoziazione (come nei casi "Cirio" e "Argentina"), l'esito dei procedimenti di impugnazione sin qui conclusi (10 su 11 complessivamente pendenti) abbia sempre riconosciuto la sussistenza delle violazioni e confermato in pieno l'impianto sanzionatorio; solo in due casi è stata ridotta l'entità delle sanzioni comminate.

Anche il funzionamento del mercato è stato sottoposto a tensioni eccezionali, per la rilevanza che hanno assunto le notizie sull'evoluzione delle indagini, rispetto al fisiologico patrimonio informativo che orienta l'andamento del mercato, e per il clima di incertezza che si è determinato in merito alla correttezza dei comportamenti.

Il buon funzionamento del mercato richiede che il sistema tenda a recuperare nuove condizioni di serenità e fiducia, sulla base di principi stabili e condivisi, in grado di orientare i comportamenti degli operatori e delle stesse Autorità di vigilanza. Ciò coerentemente con gli obiettivi di tutela della correttezza e della qualità del mercato, ma anche della sua crescita e sviluppo.

Questa esigenza si avverte con particolare intensità con riguardo alla nuova disciplina degli abusi di mercato. Nell'evoluzione normativa che ha coinvolto il complesso delle misure di repressione dei comportamenti lesivi del mercato, essa è giunta ad assumere una centralità assoluta, a fronte di una minore incisività della disciplina sui reati societari, tra i quali il falso in bilancio.

Appare opportuno che la concreta attuazione della disciplina sugli abusi di mercato si realizzi con determinazione, ma anche con la necessaria selettività e misura, tenendo adeguatamente conto dell'esigenza di salvaguardare le fisiologiche dinamiche di mercato e di preservare l'effettivo potere deterrente della disciplina. Occorre pertanto che, attraverso l'azione amministrativa, siano valorizzate le specifiche competenze delle Autorità di vigilanza nella concreta identificazione delle fattispecie di abuso, in una logica di complementarietà dell'azione penale e di quella amministrativa.

Il possesso e l'esercizio di adeguate competenze tecniche costituiscono il presupposto per l'attribuzione alle Autorità indipendenti di funzioni di vigilanza su interessi di rilievo costituzionale, come la tutela del risparmio, e rappresentano un patrimonio dell'intero sistema per la definizione di un adeguato equilibrio tra gli obiettivi, entrambi di interesse pubblico, di tutela degli investitori e di sviluppo e crescita del mercato.

*Signor Presidente della Repubblica, Autorità, Signore e Signori,*

il processo di integrazione dei sistemi finanziari europei ha raggiunto una fase di maturità.

Entro l'inizio dell'anno prossimo dovranno essere recepite tutte le principali direttive comunitarie che hanno dato corpo al Piano d'Azione Europeo per i Servizi Finanziari. A gennaio 2007 scadrà anche il termine per l'adeguamento del Testo Unico della Finanza alle norme della legge sul risparmio.

La stagione di ulteriore cambiamento del quadro normativo darà una nuova fisionomia al Testo Unico della Finanza. È necessario che a tale risultato si pervenga con un intervento legislativo organico e coordinato e che si eviti un approccio per singolo adempimento imposto dalle disposizioni comunitarie o nazionali.

Potrà in tal modo essere recuperata quella coerenza sistematica che il Testo Unico del 1998 aveva e che rischia di perdersi con il succedersi di interventi legislativi non coordinati. La Consob ha offerto e offre il proprio contributo tecnico all'attività legislativa e al Governo. È diffusa l'attesa che iniziative di recente intraprese si pongano obiettivi ambiziosi.

La revisione del Testo Unico è l'occasione per migliorare disposizioni che, nel travagliato iter della riforma del risparmio, hanno assunto contenuti che alterano l'opportuno equilibrio tra costi e benefici delle regole.

Tale revisione potrebbe essere anche l'occasione per perseguire fino in fondo il modello della ripartizione delle competenze di vigilanza secondo la loro finalità. Il rafforzamento della collaborazione tra le Autorità, cui la Consob assicura un attivo contributo, nella sua qualità di istituzione indipendente portatrice di interessi costituzionalmente riconosciuti, può solo in parte sopperire all'assenza di un disegno normativo e istituzionale armonico. Restano perplessità che la sola collaborazione, pur se prestata con ogni disponibilità, possa assicurare una drastica riduzione dei costi della regolamentazione.

Alla Consob il Legislatore affida il ruolo di punto di riferimento per i risparmiatori; a essa sono attribuiti, oltre alle funzioni generali di protezione della trasparenza e integrità del mercato, nuovi strumenti di tutela diretta, quali le procedure di conciliazione e di arbitrato e il fondo di garanzia.

I consumatori di servizi finanziari dovranno essere anche accompagnati in un percorso di maturazione della cultura economica e finanziaria, ancor più necessario dopo le drammatiche esperienze degli anni scorsi vissute con l'acquisto di obbligazioni e altri prodotti finanziari non adeguati agli investimenti delle famiglie.

Anche i principi introdotti con le nuove direttive spingono verso un modello di mercato più aperto e per alcuni versi meno protetto; mercato nel quale chi investe deve essere dotato di un alto livello di consapevolezza dei rischi assunti e dei diritti acquisiti. Tale consapevolezza è connaturata a sistemi finanziari basati su investitori professionali che aggregano il risparmio al dettaglio; è meno insita nel sistema italiano, nel quale i risparmiatori privilegiano ancora l'acquisto diretto di strumenti finanziari.

Migliorare l'efficacia dell'attività di vigilanza e ridurre gli oneri per il mercato sono obiettivi che guidano l'evoluzione dell'attività istituzionale, per i quali la Commissione chiede la collaborazione degli operatori e si manifesta pronta a valutarne istanze e suggerimenti.

È impegno della Consob contribuire a rafforzare la capacità del mercato mobiliare di essere stimolo e supporto al processo di crescita dell'economia, orientando la propria attività secondo chiare linee-guida:

- assicurare la centralità della tutela dei risparmiatori con efficaci strumenti e misure di vigilanza e, quando necessario, di repressione, ma al contempo con più adeguate forme preventive di formazione e informazione;
- favorire l'adozione di modelli di comportamento coerenti con il valore di "bene comune" che il mercato rappresenta, attraverso regole

essenziali, dai benefici verificabili e dai costi giustificati;

- partecipare attivamente, nei limiti delle proprie competenze, al processo evolutivo delle strutture di mercato, per salvaguardare gli attuali livelli di efficienza e di tutela degli investitori e il ruolo che la piazza finanziaria può svolgere nel sostenere lo sviluppo dell'economia italiana nello scenario europeo.

Recuperare fiducia nel mercato è necessario e possibile.

La fiducia va sostenuta con processi di sviluppo che si realizzino nel rispetto delle regole. Gli operatori nazionali, società e intermediari, sono tenuti a superare logiche puramente conservative per volgersi: gli uni, al mercato dei capitali, quale strumento di crescita, garantendo trasparenza e correttezza; gli altri, a servizi di qualità ad alto valore aggiunto, salvaguardando le esigenze di tutela dei risparmiatori.

Lo sviluppo dimensionale e tecnologico delle imprese italiane richiede risorse e competenze finanziarie che solo un mercato dei capitali maturo ed efficiente può offrire.

Collaborare con tutte le Magistrature e avvalersi del supporto dell'Avvocatura dello Stato e della Guardia di Finanza - Istituzioni tutte alle quali va rivolto il sincero ringraziamento della Commissione - continuerà a essere fondamentale per ridurre gli spazi di

comportamenti lesivi del mercato e dei risparmiatori.

Regole certe e chiare, la cui inosservanza venga puntualmente sanzionata, sono il presupposto affinché ogni componente del sistema, emittenti, intermediari, risparmiatori, possa trovare spazio per legittime aspirazioni di valorizzazione dei propri “talenti”, in un contesto di reale legalità.

Regole certe e chiare sono essenziali anche per l’operare dell’Autorità di vigilanza, la cui indipendenza e serenità di

giudizio troverebbero, come più volte segnalato, valido sostegno in una disciplina dei limiti della responsabilità di chi svolge *bona-fide* i propri compiti istituzionali. È una protezione dovuta a coloro che prestano attività per la tutela di interessi generali, e tra questi al personale dell’Istituto, al quale va il sincero non formale ringraziamento della Commissione per l’alto senso di responsabilità dimostrato in anni difficili e in circostanze che hanno richiesto sforzi e competenze non comuni.

\* \* \*

Nei precedenti incontri in questa sede ho affermato l’intendimento della Consob di voler operare quale Autorità consapevolmente indipendente svolgendo le sue funzioni “*nec spe nec metu*”.

Oggi al termine del mio intervento desidero riaffermare tale intendimento formulando alcune considerazioni aggiuntive.

È fuori di dubbio che l’operare della Consob non è stato influenzato dalla speranza di vantaggi futuri, né è stato condizionato da timori o soggezioni, ma a ben riflettere qualche speranza e qualche timore sono stati e sono coltivati.

Il timore è determinato dalla consapevolezza dei propri limiti e dalla preoccupazione di poter sbagliare; la speranza riguarda la possibilità di ricevere apprezzamento per il suo operato, fondato sul rispetto della legge e finalizzato alla tutela degli interessi della collettività e, in primo luogo, dei risparmiatori.



## NOTE DEL DISCORSO

<sup>(1)</sup> Nel 2005, l'andamento del mercato azionario italiano è stato positivo per il terzo anno consecutivo, con una crescita dell'indice Mib pari al 13,9 per cento rispetto a fine 2004, che ha seguito il 17,5 per cento del 2004 e il 14,9 per cento del 2003. L'andamento positivo è proseguito anche nei primi 4 mesi del 2006, con un aumento dell'indice di circa il 10 per cento, cui è seguita una brusca correzione nei successivi due mesi, che ha comportato un ritorno sui valori di fine 2005.

<sup>(2)</sup> Si tratta, in modo particolare, della prevista esenzione dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione dalla disciplina dell'offerta fuori sede e delle obbligazioni bancarie dalla normativa sui titoli diffusi. Nel campo del risparmio gestito, inoltre, non risultano affidate alla Consob competenze in materia di ripartizione dei rischi e di approvazione del regolamento di gestione degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), nonostante tali aspetti attengano a profili di trasparenza e correttezza, come confermato dalle analoghe regole sulle gestioni individuali. Appare in contrasto con i principi del Testo Unico della Finanza (Tuf) la prevista intesa con la Banca d'Italia per l'esercizio, da parte della Consob, di poteri regolamentari e sanzionatori nella materia dei conflitti di interesse nelle gestioni patrimoniali, assicurative e previdenziali, così come l'attribuzione alla Banca d'Italia di una competenza primaria in materia di conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento.

<sup>(3)</sup> In assenza di interventi correttivi la giurisdizione del Tar del Lazio appare prevalere per i provvedimenti sanzionatori in materia di abusi di mercato su quella della Corte d'Appello, con ciò determinandosi una discrasia rispetto a quanto stabilito dall'art. 195 del Tuf che prevede invece l'impugnazione presso la Corte di Appello di tutte le categorie di provvedimenti sanzionatori della Consob.

<sup>(4)</sup> Alla fine del 2005, cioè alla scadenza prevista per il completamento degli obiettivi del Piano d'azione per i servizi finanziari, il 98 per cento delle misure programmate risultava realizzato.

<sup>(5)</sup> Le scelte che la direttiva attribuisce ai legislatori nazionali riguardano tra l'altro le soglie di rilevanza per l'obbligo di opa, l'adozione o meno dell'obbligo di approvazione assembleare per l'adozione di misure difensive in corso d'opa, della neutralizzazione delle tecniche difensive e della regola di reciprocità, nonché l'eventuale previsione di poteri discrezionali per l'Autorità competente in materia di determinazione del prezzo equo.

<sup>(6)</sup> Il principio di reciprocità prevede che gli Stati membri possano esonerare le società dall'applicazione di regole in materia di misure difensive se esse sono oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applica misure equivalenti.

<sup>(7)</sup> *Financial Sector Assessment Program* (Fsap).

<sup>(8)</sup> A partire dal 2000 la raccolta netta dei fondi comuni è risultata quasi sempre negativa e la massa gestita si è ridotta di quasi il 20 per cento.

<sup>(9)</sup> Il livello di costo del prodotto risente in maniera preponderante della remunerazione dei distributori e non risulta articolato in relazione al servizio di assistenza reso agli investitori. L'eccessiva frammentazione dell'offerta complessiva di fondi comuni coinvolge indistintamente grandi, medie e piccole società di gestione; non sono infrequenti i casi di mancato raggiungimento di soglie dimensionali ottimali a livello di singolo prodotto. Laddove si realizzano economie di scala, i benefici risultano internalizzati.

<sup>(10)</sup> Negli ultimi dieci anni la quota della capitalizzazione di borsa rappresentata dal flottante, cioè da quote non possedute da azionisti rilevanti, è passata dal 38,9 per cento del 1996 al 55,9 per cento del 2005. Nello stesso periodo la quota media detenuta dal primo azionista, ponderata per la capitalizzazione di borsa, si è ridotta dal 50,4 per cento al 28,6, mentre è aumentata la quota detenuta dal complesso degli altri azionisti rilevanti, passata dal 10,7 per cento al 15,5. Il numero di

società non controllate da un singolo azionista è cresciuto da 52 a 68 e il loro peso in termini di capitalizzazione è passato dal 21 per cento al 46,6.

<sup>(11)</sup> Il grado di integrazione proprietaria tra banche e imprese non finanziarie viene calcolato attraverso il rapporto tra il valore totale, ai prezzi di mercato, delle partecipazioni di banche in imprese non finanziarie quotate e di imprese non finanziarie in banche quotate e il valore complessivo, ai prezzi di mercato, delle banche e delle imprese non finanziarie quotate.

<sup>(12)</sup> Il confronto tra gli assetti proprietari delle principali società quotate (appartenenti agli indici delle *blue-chips*) in Italia, Francia, Germania e Spagna indica che il grado di integrazione proprietaria tra banche e imprese, misurato dall'indicatore descritto nella nota 11, è sostanzialmente simile nei diversi Paesi analizzati, con la parziale eccezione della Spagna che presenta un'integrazione maggiore. Mentre negli altri paesi il valore dell'indicatore è influenzato soprattutto dalle partecipazioni bancarie nel capitale delle imprese non finanziarie quotate (che rappresentano circa il 70 per cento del valore dell'indicatore in Francia e Germania e oltre il 90 per cento in Spagna), in Italia è preponderante il peso delle partecipazioni di imprese non finanziarie nel capitale delle banche quotate (che rappresentano circa l'80 per cento del valore dell'indicatore).

<sup>(13)</sup> Alla fine del 2005 nelle società italiane quotate in cui è presente un singolo azionista di controllo, vi erano in media altri 3 azionisti con quote superiori al 2 per cento.

<sup>(14)</sup> Il nuovo codice di autodisciplina, adottato nel marzo 2006, rafforza le responsabilità del consiglio di amministrazione, valorizza la funzione degli amministratori indipendenti e la "sostanzialità" della loro qualifica, migliora i presidi sulla qualità dei meccanismi di remunerazione degli amministratori esecutivi. Tali previsioni appaiono coerenti con le raccomandazioni della Commissione Europea sugli amministratori indipendenti (Raccomandazione 2005/162/CE) e sulla remunerazione degli amministratori (Raccomandazione 2004/913/CE) e con i Principi Ocse sul governo societario, modificati nel 2004 (*Oecd Principles of Corporate Governance*).

<sup>(15)</sup> L'analisi annuale condotta da Assonime sullo stato di attuazione del codice di autodisciplina delle società quotate evidenzia come, nonostante i sensibili miglioramenti registrati in questi anni, l'informazione fornita nelle relazioni sulla *Corporate Governance* dalle società quotate continui a presentare alcuni elementi di disomogeneità e di opacità: un aspetto importante riguarda in particolare la concreta applicazione dei requisiti per la qualificazione dell'indipendenza degli amministratori, soprattutto nelle società dei settori bancario e assicurativo dove più elevata è la percentuale di amministratori definiti indipendenti.

<sup>(16)</sup> La riforma del risparmio ha previsto una specifica sanzione amministrativa pecuniaria da 25.000 a 2 milioni e mezzo di euro che potrà essere irrogata dalla Consob in caso di irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza spettanti agli organi di controllo interno, tra cui il dovere di vigilare sull'adeguamento ai codici di autodisciplina (art. 193, comma 3, lett. a) del Tuf).